

MARCIA DE ÂNGELIS RIBEIRO GUTMARÃES

O PAPEL DAS ÂNCORAS CAMBIAL
E MONETÁRIA NO PLANO REAL

SALVADOR
1995

MARCIA DE ÂNGELIS RIBEIRO GUIMARÃES

O PAPEL DAS ÂNCORAS CAMBIAL E
MONETÁRIA NO PLANO REAL

Monografia apresentada como pré-requisito para a obtenção do grau de
Bacharel em Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia.

ORIENTADOR: Prof. Wilson Menezes

SALVADOR

1995



AGRADECIMENTOS

Aos meus pais e à minha irmã pelo que me ensinaram, através do exemplo, durante todos estes anos.

Ao meu professor orientador, Wilson Menezes, pelo seu esforço, paciência, e fundamental ajuda.

A toda a minha família e amigos pela sincera amizade, carinho e estímulo.

A todos os professores e funcionários da Faculdade de Economia que, de uma forma ou de outra, me ajudaram no cumprimento de mais esta etapa da minha vida.

E, em especial, à memória da minha avó Nenem por todo o carinho que me deu durante a sua existência.

SUMÁRIO

	LISTA DE ILUSTRAÇÕES	4
	RESUMO	5
1	INTRODUÇÃO	6
2	A BASE TEÓRICA DO PLANO	11
2.1	INFLAÇÃO DE DEMANDA	15
2.2	INFLAÇÃO INERCIAL	16
2.3	AS POLÍTICAS ORTODOXAS E HETERODOXAS	17
3	AS POLÍTICAS EFETIVADAS	19
3.1	AS TRÊS ETAPAS DO PLANO	19
3.2	APÓS A TERCEIRA ETAPA	26
4	O PAPEL DAS ÂNCORAS	28
4.1	ÂNCORA CAMBIAL	28
4.2	ÂNCORA MONETÁRIA	30
4.3	O PAPEL DAS ÂNCORAS COMO SUSTENTÁCULO DO PLANO	31
4.4	AS ÂNCORAS E O EQUILÍBRIO MACROECONÔMICO	33
4.4.1	Balança Comercial	34
4.4.2	Dívida Interna	37
4.4.3	Taxas de Juros	39
4.4.4	Orçamento Público	42
5	CONCLUSÃO	45
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	47
	ANEXOS	51

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

GRÁFICO 1 - Índice Geral de Preços-----	32
TABELA 1 - Balança Comercial -----	35
TABELA 2 - Dívida Pública Mobiliária Federal -----	38
GRÁFICO 2 - Crédito Bancário como % do PIB-----	41
TABELA 3 - Evolução das Taxas de Juros Reais no Brasil -----	42
TABELA 4 - Execução Financeira do Tesouro Nacional -----	43

RESUMO

Na introdução é feita uma rápida explanação sobre o plano, seus objetivos, importância e a conjuntura na qual foi elaborado.

No capítulo 2 analisaremos quais os fundamentos teóricos que sustentam o plano e se as medidas implementadas estão de acordo com estes fundamentos.

O capítulo 3 será dividido em duas partes:

1) As etapas do plano

O objetivo é mostrar o que realmente foi implementado a partir da proposta inicial do plano, observando as três etapas deste, salientando os possíveis motivos da não implementação de algumas fases e suas consequências para o futuro sucesso ou fracasso do plano.

2) Após a terceira etapa

Esta segunda parte tem o objetivo de mostrar o que foi feito após a elaboração da terceira etapa do plano, salientando as novas medidas tomadas com o objetivo de sustentar a qualquer custo os baixos níveis de inflação.

O capítulo 4 mostra a importância das âncoras cambial e monetária para a sustentação do plano real. Dando ênfase aos seguintes aspectos:

- a) Conceituação das âncoras.
- b) Seu papel como sustentáculo do plano.
- c) Seus efeitos, em toda a economia, de curto e longo prazo.

A conclusão tenta responder a questão: os efeitos positivos das âncoras sobre a inflação superam os efeitos negativos desta sobre a economia como um todo?

1 INTRODUÇÃO

No Brasil, desde 1986, vem-se tentando acabar com a inflação através da elaboração de planos de estabilização econômica, sendo esta a solução encontrada após anos de tentativas frustradas de utilização de medidas ortodoxas, tais como o estabelecimento de metas para a base monetária, políticas de colocação de títulos e elevação do compulsório. Os quatro planos já elaborados não obtiveram resultados positivos já que não conseguiram manter os índices de inflação baixos no longo prazo. O principal motivo deste insucesso foi a não possibilidade de dar continuidade às medidas instituídas pois estas implicavam em desajustes macroeconômicos não sustentáveis, contribuindo para o aumento da desestabilização econômica e, também, por não afetar os verdadeiros problemas existentes por trás da inflação brasileira.

O que podemos concluir é que os elaboradores dos planos pecaram pois, buscando acabar com a inflação a qualquer custo, levaram ao aumento da desordem econômica e, com isso, à maior propensão desta ser refletida em aumentos crescentes dos índices de preços. A economia brasileira vem passando, portanto, por grandes variações dos índices inflacionários que, após cada plano implementado, caíam para próximo de zero e, num prazo mais longo, passavam por um processo de aceleração mais intenso do que o anterior (vide anexo 1).

O atual plano de estabilização, o Plano Real, foi lançado no final do governo Itamar Franco (1994), tendo à frente o Ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso, que daria continuidade ao plano em 1995, já como Presidente da República. Fazendo uma comparação com os planos anteriores, pode-se observar que existem pontos em comum e pontos divergentes entre eles. Dentre os pontos em comum pode-se citar a

base teórica que sustentou sua elaboração, qual seja o conceito de que a inflação brasileira é basicamente formada pela inflação de demanda e pela inflação inercial.

Nestes termos, a inflação de demanda vinha sendo provocada pelos gastos excessivos do governo refletidos nos consecutivos déficits públicos do país e, em relação à inflação inercial, esta vinha sendo sustentada pela indexação de preços e salários que intrinsecamente fazia aflorar as expectativas futuras de inflação.

O principal ponto de diferenciação entre os planos anteriores e o Plano Real é a forma como este foi elaborado, em três etapas, sendo necessária a efetivação de cada uma, em seu devido tempo, para que se alcançasse o sucesso após a implementação da última etapa. São estas as etapas do plano, que serão analisadas no capítulo 3:

- a) Reforma fiscal;
- b) Adoção da URV (unidade real de valor) e
- c) Mudança do padrão monetário (de CR\$ para R\$).

Outro aspecto que vem a diferenciar o plano dos demais é a conjuntura atual de sua implantação, tanto a nível nacional quanto a nível internacional. O país atualmente está em condições bem mais favoráveis para conseguir passar pelas dificuldades que um plano de estabilização apresenta à economia. Questões como a da dívida externa, que no passado corroía as reservas internacionais do país e submetia o país às exigências do FMI (atuar com políticas recessivas, por exemplo), não vêm

preocupando tanto após a aprovação do acordo de pagamento fechado com os bancos credores, provavelmente vindo a estabilizar os serviços da dívida em 2% do PIB (FARIA.1994. p.173).

As reservas cambiais baixas, que levaram a qualquer custo à busca constante de superávits na balança comercial, obrigando à realização de sucessivas desvalorizações cambiais, promovendo o aumento das exportações e, com isso, alimentando a inflação, também não mais assombram o país, pois estas (na época da implementação do plano em torno de US\$ 40 bilhões) têm sido suficientes para manter, como vêm mantendo, uma valorização cambial, levando à queda das exportações - um dos aspectos fundamentais no combate a inflação por conseguir elevar a oferta interna.

A abertura da economia e o início do processo de privatização são outros dois aspectos novos da atual conjuntura. A abertura da economia tem como objetivo aumentar a competitividade entre as empresas nacionais e estrangeiras, forçando as primeiras a se modernizar, aumentando a produtividade e diminuindo o preço de seus produtos. Deve atingir principalmente as multinacionais, dado que estas geralmente são líderes nos seus setores e seus preços ditam os parâmetros para as demais empresas. Em relação à privatização das estatais, que atingiu 33 empresas, arrecadando US\$ 10,5 bilhões entre os governos Fernando Collor e Itamar Franco, apesar de parte deste valor ter sido transferência de dívidas (BALANÇO Anual.94/95.p.34), ajudou a diminuir o déficit público.

O Plano Real teve, portanto, desde antes da sua implantação, uma conjuntura favorável à elaboração, sem traumas, de suas principais medidas. Entretanto, as dificuldades e contratemplos atravessaram o seu caminho, provocando "desvios de

rota". A estas dificuldades podemos citar como mais relevantes a não realização da reforma fiscal em tempo hábil, ou seja, antes de ter sido efetivada qualquer medida contra a inércia inflacionária, em função das dificuldades políticas e institucionais que vêm, até o presente momento, emperrando o andamento do processo no congresso nacional. As dificuldades políticas advieram das eleições gerais realizadas no final de 1994, que levaram os congressistas a não votar as medidas mais polêmicas e fundamentais, (provavelmente para que não houvesse prejuízo às suas reeleições) e persistem pois não há consenso em relação a que medidas realizar, se são eficientes ou não e se vão prejudicar interesses menores. Houve também antecipação por parte do governo quando da realização da terceira etapa do plano: a mudança do padrão monetário e o fim da indexação através da URV, que apesar de provocar queda brusca da inflação, poderia ter alcançado melhores resultados se realizada posteriormente, quando os preços estivessem mais alinhados (este ponto será melhor analisado no capítulo 3).

O objetivo do presente trabalho é mostrar a contradição entre o que se propunha quando da concepção do plano e o que foi realmente realizado para que se atingissem níveis baixos de inflação. Propõe-se mostrar que, após um ano, o plano tem se baseado em medidas de pouca relevância no longo prazo, que não podem ser sustentadas por muito tempo sem que criem sérias dificuldades para a própria estabilidade e crescimento do país. Estas medidas estão concentradas principalmente na valorização cambial e no aperto monetário. Ou seja; a atual inflação sobrevive devido às âncoras cambial e monetária, às quais pretende-se conceituar, mostrar sua importância atual e seus efeitos de curto e longo prazo.

Vale ressaltar que ainda há tempo de reverter este quadro se realmente forem realizadas as mudanças estruturais necessárias, tais como a reforma tributária com o aumento dos impostos sobre as empresas e pessoas físicas de maior renda,

utilização ampla de impostos diretos, reestruturação da forma de recolhimento e fiscalização mais eficiente; diminuição dos gastos do governo, principalmente com a dívida financeira e as empresas estatais perdulárias; entre outras.

2 A BASE TEÓRICA DO PLANO

Existem várias concepções sobre inflação que ao longo do tempo foram elaboradas para explicar a causa dos desequilíbrios monetários nas economias desenvolvidas e subdesenvolvidas. Entre elas, podemos citar as tradicionais teorias da inflação de demanda e da inflação de custos, e ainda, as teorias que defendem a predominância do componente estrutural, principalmente nas economias subdesenvolvidas, tais como a abordagem estruturalista e a abordagem inercialista da inflação.

A inflação de demanda é caracterizada pelo aumento da demanda agregada sem um correspondente aumento da oferta. Este aumento pode estar relacionado com a expansão da renda disponível da população - através da diminuição dos impostos, por exemplo; com o aumento da utilização dos recursos entesourados; com a expansão da oferta monetária, mesmo que temporária e, finalmente, com o aumento autônomo e persistente dos gastos públicos (LOPES.1992.p.242), que se configura o caso brasileiro atual.

A inflação de custos, como o próprio nome diz, refere-se à elevação geral dos preços tendo como causa o aumento dos custos de produção, mais especificamente, elevação dos salários, dos insumos de origem interna e externa e dos lucros. A elevação dos salários, resultante da pressão dos sindicatos - instituições organizadas com poder político de reivindicação, provoca, em sequência, aumento do preço dos produtos, visto que as empresas tendem a repor suas perdas, não abrindo mão de seus lucros. A elevação dos preços de insumos amplamente presentes na produção nacional, tais como o petróleo e produtos agrícolas, é também um dos fatores que provocam inflação. E, finalmente, economias onde há predominância de oligopólios

estão mais propícias a serem afetadas pela inflação de custos, pois estas empresas tem o poder de fixar preços sem prejudicar suas vendas e, ainda, de influenciar na fixação dos preços das outras empresas; desta forma, quando estipulam aumento dos lucros através do aumento do preço dos produtos finais, provocam aumento geral dos preços.

A abordagem estruturalista parte do princípio de que a inflação nas economias em desenvolvimento surge como consequência do crescimento desequilibrado. Tendo como base os países da América Latina, esta teoria analisa os fatores básicos que levaram ao aparecimento da inflação crônica nestes países a partir da avaliação de suas particularidades e dos problemas relacionados à necessidade de crescimento. Em suma, são estas as principais questões estruturais: a) Inelasticidade da oferta de produtos agrícolas; b) Desequilíbrio crônico no comércio exterior; c) Distribuição desigual da renda e; d) Rigidez dos orçamentos públicos (LOPES.1992.p.254):

a) A inelasticidade da oferta agrícola é fruto da disparidade entre o crescimento urbano e o não correspondente desenvolvimento das técnicas de produção agrícola, devido à estrutura "atrasada" do setor rural. A elevação dos preços agrícolas, provocado pela oferta não correspondida, passa a ser combatida pelo governo através do controle rígido dos preços que, acaba por desestimular a produção e, com isso, diminuir mais ainda a oferta.

b) Os sucessivos déficits da balança comercial, decorrentes da estrutura de produção baseada na produção agrícola e, por conseguinte, da necessidade de importação de bens duráveis, contribuem para o desequilíbrio estrutural. Para vencer este problema os governos passaram a investir na produção industrial, o que provocou apenas mudança da causa principal do déficit: de perda de divisas pela importação dos bens

duráveis à perda de divisas pelo pagamento das dívidas contraídas com os empréstimos para financiamento da produção nacional.

c) A desproporcional repartição da renda é um dos fatores que contribuiu para a alta generalizada dos preços pois, é maior o esforços dos trabalhadores na tentativa de elevar seu nível de renda para que possam usufruir dos novos produtos lançados no mercado decorrentes do desenvolvimento industrial e tecnológico. A elevação dos salários tem como consequência o aumento dos custos das empresas e, portanto, queda em seus lucros, sendo que para recuperá-los estas estipulam um novo patamar de preços para seus produtos, dando continuidade ao processo inflacionário.

d) O quarto fator refere-se à estrutura orçamentária dos países em fase inicial de desenvolvimento. Nesta fase o orçamento público é limitado em função da renda agregada ser insuficiente para financiar os investimentos do governo em infra-estrutura (fundamental para a continuidade do crescimento), não sendo possível contar, portanto, com o aumento satisfatório dos impostos. Desta forma, o governo passa a utilizar-se da emissão de moeda e, em economias financeiramente mais desenvolvidas, da colocação de títulos públicos no mercado como única solução de obter recursos para melhorar a infra-estrutura. A emissão de moeda é visivelmente um fator de aceleração da inflação, dado que estimula o aumento da demanda sem um correspondente aumento da oferta agregada. Já os títulos públicos agem a partir da transferência da renda privada para o setor público, entretanto, o governo terá que arcar com o pagamento dos juros quando do vencimento destes títulos.

Atualmente o problema central das economias em desenvolvimento é a incapacidade de financiamento do déficit público, pois, nestes países, não existe um mercado de capitais sólido com espaço para a colocação de títulos públicos de forma eficiente.

Já a teoria inercialista está relacionada com o grau de indexação da economia. A indexação é um recurso utilizado pelas economias com altos índices de inflação para tentar manter a estabilidade através do estabelecimento de índices de mensuração dos preços que servem para avaliar o valor real dos produtos e serviços. A inflação, neste sentido, seria causada pela presença destes índices que estimulam a continuidade do aumento dos preços.

O Plano Real foi realizado tendo como base teórica a concepção de que a inflação brasileira atualmente é predominantemente sustentada pelo excesso de demanda, provocado principalmente pelos gastos governamentais - inflação de demanda, e pela inflação inercial, que surge em economias com períodos longos de inflação, onde a inflação passada, através da indexação de salários e preços, provoca aumentos constantes nos níveis de preços.

Através desta concepção e das experiências passadas de combate a inflação, que inclui os planos de estabilização econômica anteriores, o plano atual foi elaborado de forma a englobar medidas tanto de caráter ortodoxo quanto heterodoxo, ou seja, optou-se por uma política híbrida.

Faremos agora uma breve avaliação dos tipos de inflação acima citados como predominantes na economia brasileira e, respectivamente, as formas possíveis de eliminá-las preconizadas no plano:

2.1 INFLAÇÃO DE DEMANDA

A inflação de demanda, na realidade, pode estar ligada tanto ao consumo excessivo do governo quanto à oferta reprimida. Na atual conjuntura do país, verifica-se através dos constantes déficits do setor público que o Governo tem gastado mais do que arrecada e, com isso, vem emitindo títulos e moedas para arcar com seus gastos, aumentando o endividamento público e o volume de moeda em circulação. Como este acúmulo de moeda não pode ser gasto pelos diversos setores da sociedade, pois a oferta não corresponde ao consumo "desejado", o que ocorre é a elevação dos preços dos produtos. Esta situação é agravada quando da elaboração de um plano de estabilização que, através do congelamento dos preços consiga abaixar a inflação a níveis próximos a zero pois, desta forma a renda real da população aumenta devido ao fim das perdas referentes à inflação mensal, dando espaço à "febre" consumista e, conseqüentemente, estimulando a volta da inflação pelo não crescimento da oferta na mesma proporção, pois esta depende de investimentos de longo prazo e de políticas de incentivo aos mesmos.

A partir desta concepção, o plano real descartou a possibilidade de um congelamento geral dos preços e salários, (foram realizadas apenas contenções tarifárias) e preocupou-se, pelo menos teoricamente, com as medidas necessárias para diminuir os gastos do governo ou aumentar a arrecadação, com o objetivo de equilibrar o orçamento e enxugar o excesso de liquidez. As medidas necessárias neste sentido, entretanto, após um ano de plano real, ainda não foram realizadas, deixando de ser resolvida uma questão fundamental para a estabilização do país.

2.2 INFLAÇÃO INERCIAL

A inflação brasileira tem também um componente inercial, alimentado pelos indexadores econômicos. As economias que convivem por muito tempo com altos índices de inflação tendem a criar mecanismos de proteção contra a elevação dos preços, onde cada parcela da sociedade, trabalhadores, empresários e governo, reivindica o direito à recuperação das perdas, levando ao surgimento de indexadores que estimulam ainda mais a alta dos preços.

A inflação inercial é desenvolvida da seguinte maneira: dada a estrutura de preços fixada pelas empresas, os trabalhadores tendem a reivindicar aumentos salariais para que sejam compensadas as perdas com a inflação passada, o que podem vir a ser aumentos nominais ou reais do salário. Se ocorrerem aumentos reais haverá uma diminuição dos ganhos das empresas que, por sua vez, aumentarão seus preços até que sua renda volte ao patamar anterior. Desta forma, os trabalhadores reclamarão, mais uma vez, suas perdas e, mais uma vez, o processo se repetirá, como uma "bola de neve".

Os indexadores surgem quando o governo resolve interferir no processo e, através da mensuração da variação dos preços, cria mecanismos de ajuste para os salários, tarifas públicas e contratos, que vão refletir em toda a economia, colaborando para perpetuar o aumento dos preços.

Com base nesta concepção é que foram criadas as políticas heterodoxas de combate a inflação, que viam no congelamento de preços a saída para a estabilização

econômica. O plano cruzado foi o primeiro do país nestes termos e veio a confirmar, com a não realização de seu objetivo (acabar com a inflação), a complexidade do problema e a necessidade de mudanças estruturais mais profundas. Ou seja, o congelamento de preços, por si só, não é suficiente para resolver os problemas inflacionários.

2.3 AS POLÍTICAS ORTODOXA E HETERODOXA

A política híbrida adotada como base teórica para a execução do plano foi elaborada de forma a atingir o excesso de demanda através de medidas ortodoxas, e a inflação inercial através de medidas heterodoxas.

O objetivo era utilizar-se de políticas ortodoxas para obter enxugamento da liquidez (freando a expansão monetária) e o equilíbrio das contas públicas a partir da reforma fiscal. Entre as políticas heterodoxas podemos citar a criação da URV e a contenção tarifária, por tempo determinado, não atingindo, portanto, todos os setores da economia.

A política ortodoxa está relacionada com a tentativa de solucionar a inflação de demanda pois, somente através de medidas que afetam diretamente o mercado pode-se chegar ao seu principal objetivo que é promover o equilíbrio entre a demanda e a oferta agregada. E a política heterodoxa tenta resolver a questão inercial sem utilizar-se de medidas monetárias e fiscais, baseando-se apenas em medidas administrativas.

As medidas contidas no plano, portanto, tentam atingir todos os aspectos da economia que afetam a estabilidade monetária do país. Mas estas medidas, após mais de um ano de sua elaboração, não foram totalmente efetivadas, criando uma dissociação entre o idealizado e o realizado. No capítulo 3 analisaremos o que foi realmente implementado e, também, as novas medidas realizadas não ligadas diretamente à idealização inicial do plano.

3 AS POLÍTICAS EFETIVADAS

3.1 AS TRÊS ETAPAS DO PLANO

O plano real foi elaborado tendo como base teórica a existência da inflação de demanda e da inflação inercial no país e, a partir desta base foram desenvolvidas três etapas, cada uma com um objetivo específico. As três etapas deveriam seguir uma ordem "cronológica", ou seja, a etapa posterior deveria ser implementada após ter sido concluída com resultados positivos a etapa anterior, pois uma depende da realização da outra.

Seguia-se o seguinte raciocínio: dada a inflação de demanda e a inflação inercial predominantes na economia brasileira, deveria-se primeiro resolver a questão associada à inflação de demanda, devido ao seu aspecto estrutural, para depois, mais facilmente, desindexar e descontaminar a moeda, acabando com a inflação inercial. Através deste raciocínio seria realizada primeiramente a reforma fiscal, de forma a atingir o equilíbrio das contas do governo através do aperto nos gastos públicos e do aumento dos recursos advindos da reforma tributária, previdenciária e das vendas das estatais. Atingido este equilíbrio passaria-se então para as etapas seguintes, que estariam mais relacionadas com a questão inercial da inflação.

Na segunda etapa do plano seria adotada uma unidade real de valor (URV) com o objetivo de medir a inflação diária (com base na média dos principais índices inflacionários) a qual seria a base de cálculo para a fixação dos salários e, posteriormente, dos insumos de produção e preços ao consumidor, ou seja, o objetivo

era a indexação total dos preços e salários até que se conseguisse alinhar todos os preços. Portanto, só a partir do momento em que os preços estivessem totalmente alinhados é que seria realizada a terceira etapa, que teria o objetivo de acabar com a memória inflacionária através da adoção de uma nova moeda pois, com os preços desalinhados haveria transferência de inflação residual.

A questão que se coloca é que este raciocínio não foi seguido da forma como planejado. Faremos agora um paralelo entre o planejado e o realizado e os motivos por trás das mudanças de rumo, através da análise das três etapas do plano:

- a) Reforma fiscal;
- b) Adoção da URV e
- c) Mudança do padrão monetário

a) Reforma fiscal:

Seu principal objetivo era alcançar o equilíbrio das contas públicas. Para isso seriam necessárias as seguintes medidas: reestruturação da política tributária com o objetivo de aumentar os impostos arrecadados e a fiscalização aos sonegadores, reestruturação da previdência social de forma a tornar mais eficientes seus serviços e finanças e, por outro lado, cortar gastos. A questão é que estas medidas dependem da aprovação do congresso nacional.

A reforma fiscal, como vimos, deveria ter sido realizada antes das medidas de caráter monetarista, mas devido a sua complexidade e dos impedimentos políticos já vistos na introdução, esta não foi realizada em tempo hábil. As medidas de cunho fiscal implementadas até o final de 1994 - obtidas através da captação de recursos extras, como o fundo social de emergência, com a introdução do IPMF (imposto provisório sobre movimentações financeiras) e com a realocação de transferências intergovernamentais, foram medidas de emergência que elevaram os recursos públicos, ajudando a fechar as contas deste ano. Estas medidas, no entanto, foram de caráter transitório (previstas e realmente findas em Dez/94), demonstrando que as perspectivas de ajustes nas contas públicas para o ano de 1995 e 1996 dependem fundamentalmente da concretização das medidas fiscais contidas no plano.

As principais medidas que foram deixadas para serem resolvidas no ano de 1995, após já terem sido realizadas as duas etapas posteriores do plano, ainda dependem da aprovação do congresso. Vale ressaltar que é de suma importância a concretização desta primeira etapa para que o equilíbrio nas contas públicas seja alcançado, dando continuidade ao processo de estabilização.

Já completado um ano de plano real no final do primeiro semestre 95, podemos observar que os rumos tomados pela reforma fiscal se distanciam dos objetivos iniciais, tanto relativos às propostas quanto aos resultados almejados. Isso mostra que o plano vem sobrevivendo há mais de um ano, desde a adoção da URV, sem que fossem implementadas as reformas estruturais, consideradas fundamentais. Sua sobrevivência, portanto, esteve nas mãos de meios mais superficiais de combate à inflação, qual seja, as âncoras cambial e monetária, de efeito a curto prazo.

O que se pode concluir é que o objetivo do plano de resolver a questão do excesso de demanda através do combate ao déficit público de forma "definitiva" deixou de ser uma prioridade, passando esta a ser a queda da inflação da forma mais rápida possível, mesmo baseada em medidas sem capacidade de sustentá-la baixa por muito tempo. Desta forma houve uma inversão de prioridades, tendo sido realizada as segunda e terceira etapas do plano, referentes a acabar com a inflação inercial, deixando para última etapa a reforma fiscal.

b) Adoção da URV:

Nesta segunda etapa o objetivo era alinhar preços e salários através da indexação total da economia, a partir do conceito de que só se deveria congelar preços ou inserir uma nova moeda no país após estes terem sido alinhados. Numa economia com inflação alta, existem distorções entre os preços dos diversos bens devido ao fato de que cada empresa aumenta seus preços em períodos diferentes, portanto, a troca da moeda antiga pela nova, se realizada de um dia para o outro, com certeza levaria esta distorção para a moeda nova, provocando a contínua necessidade de ajuste dos preços, mesmo após a mudança.

A solução encontrada pelos elaboradores do plano para que os preços e salários fossem alinhados antes da adoção da nova moeda foi a indexação diária destes de acordo com uma unidade de valor única que seria utilizada em toda a economia para reajustar os preços. Esta unidade seria formada pela média dos principais índices de inflação do país e teria correção diária. Surgiu daí a URV (unidade real de valor).

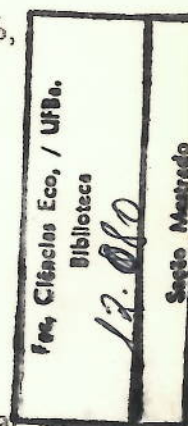
A URV foi implementada em 1º de março de 1994, sendo primeiramente só utilizada para corrigir os salários e as tarifas públicas e depois estendida para o resto da economia. A conversão do cruzeiro real (moeda antiga) para o real (moeda nova) se deu após quatro meses de convívio com a URV. A princípio não foi estabelecido um prazo de utilização desta, ou seja, a URV seria utilizada até que se confirmasse o alinhamento dos preços. Este período de quatro meses, no entanto, não conseguiu convencer os economistas de que foi suficiente, pois a inflação no primeiro mês de real, 24,7% em julho/94, estava bem acima do esperado índice em torno de 1% a 2%, o que demonstrou que ainda no mês de julho o mercado tentava ajustar os preços.

c) Mudança do padrão monetário:

Em 1º de julho de 1994 foi instituída a nova moeda do país: o real, de fundamental importância para acabar com a memória inflacionária. Após o alinhamento dos preços promovido pela URV, o real surge de forma a reestruturar as relações monetárias, já bastante desgastadas pela inflação, através do aumento do controle do governo que adquire maior poder para determinar o montante de moeda emitido e a base monetária.

Junto com a nova moeda foram tomadas outras tantas medidas com o objetivo de sustenta-la a níveis baixos de inflação. Estas outras medidas são as chamadas âncoras, ou seja, são medidas que tem o poder de segurar os preços e salários, não possibilitando grandes variações.

O governo contribuiu diretamente na tentativa de segurar os preços quando optou pela contenção das tarifas públicas, afetando de forma ampla os diversos setores da



economia, pois diminui a possibilidade de aumentos acentuados nos custos das empresas, evitando aumento no preço de seus produtos. Os 40% restante inclui agricultura, remédios, produtos petroquímicos e outros preços que necessitam de certa liberdade para variar de acordo com o mercado (demanda/oferta) e que dependem do mercado internacional (preços que não podem ser controlados pelo governo).

Foram ainda utilizadas duas outras âncoras: a cambial e a monetária. A âncora monetária surge, na verdade, como forma de dá sustentação à âncora cambial. Com o objetivo de manter a paridade entre o real e o dólar por um prazo mais longo possível, o governo utilizou-se da âncora monetária - diminuindo a liquidez interna e aumentando as taxas de juros - para que a explosão do consumo de importados e a conseqüente saída de divisas não viesse a prejudicar a política cambial, sendo esta, o elemento central do plano de estabilização. Faremos, no entanto, uma análise em separado desta política, enfatizando suas principais conseqüências para a economia brasileira.

A âncora cambial diz respeito a política de valorização cambial que faz diminuir as exportações e elevar as importações, contribuindo para o aumento da oferta interna dos produtos nacionais e para o aumento da oferta de produtos importados no país, elevando a oferta agregada e a concorrência entre as empresas, aspecto importante para segurar os preços. Neste sentido o governo adotou uma política semi-flexível para o câmbio, podendo o dólar ser negociado com banda de flutuação entre 0,88 à 0,93 real. Esta política teve um efeito positivo no sentido de manter baixos os índices de inflação mas, por outro lado, veio a prejudicar as reservas do país que caíram de US\$ 40 bilhões no início do plano para US\$ 31,6 bilhões em maio/95, fazendo com que o governo reavaliasse algumas medidas relativas à abertura da economia (voltou atrás, aumentando as alíquotas de importação) e às medidas de restrição ao crédito

(diminuindo o nível de atividade econômica), de forma que as reservas voltaram ao patamar de US\$ 40 bilhões já em jul/95.

Em relação a âncora monetária, esta tem o objetivo de enxugar a economia através de uma política restritiva de emissão de moeda. O governo estipulou metas neste sentido as quais tiveram que ser reavaliadas pois as emissões foram bem acima do esperado. A âncora monetária vem sobrevivendo, portanto, através da política de taxas de juros elevadas. No início do plano, quando esperava-se uma diminuição da liquidez, o governo manteve baixos os níveis reais de taxas de juros, provocando a fuga das aplicações financeiras e contribuindo para a euforia consumista pós-real, após a constatação dos malefícios desta política, as taxas de juros começaram a subir e o crédito foi restringido.

Assim como a âncora cambial, a âncora monetária tem ajudado a segurar a inflação mas, por outro lado, vem prejudicando o saudável funcionamento da economia. A partir de Mar/95, a demanda por parte da população tem dado sinais de desgaste com perspectivas de queda do consumo até o final do ano e, ainda, a restrição ao crédito tem prejudicado os investimentos privados, essenciais para o crescimento da economia, o que configura forte tendência à recessão¹. Outro ponto negativo é o aumento da dívida pública interna provocado pela emissão de títulos a curtíssimo prazo e com taxas altas. Estas medidas serão mais detalhadamente tratadas no capítulo 4.

¹ Esta mudança de rumos foi influenciada pelas novas medidas tomadas a partir de Mar/95.

3.2 APÓS A TERCEIRA ETAPA

Após a efetivação da terceira etapa do plano pode-se verificar com maior clareza seus efeitos, em conjunto, na economia e, particularmente para a inflação brasileira.

O que se verificou no primeiro momento após a conversão do CR\$ para o R\$ foi a já esperada queda brusca da inflação passando de 46,58% (jun/94) para 24,7% (jul/94) e apresentando níveis mais baixos ainda, oscilando entre 1% e 3%, nos seguintes meses do ano (vide anexo 1). Vale salientar que nos dias que precederam a conversão houve aumentos de preços em torno de 30% a 40%. Alguns economistas atribuíram a isso o fato de não ter sido esperado o tempo necessário para o alinhamento total dos preços, ou seja, a segunda etapa ainda não havia cumprido seu papel.

Nesta atual fase do plano, a inflação a níveis baixos está sendo sustentada pelas chamadas âncoras, principalmente as âncoras cambial e monetária, pois a âncora fiscal não "vingou" pelo fato de ainda não terem sido tomadas as medidas de longo prazo necessárias para aumentar os recursos arrecadados pelo governo, e com isso, diminuir o déficit público.

Passado um ano desde a troca de moeda, tem-se verificado constantes mudanças de rumo nas políticas governamentais. Até final de outubro/94 já tinham sido feitas quatro reedições da medida provisória que criou o real (MEDIDAS.1995.p.38). Essas mudanças vem sendo realizadas de acordo com as necessidades de correções das medidas originais em função de avaliações erradas e imprevistos no decorrer do

período. Os principais erros de previsões estão ligados à base monetária estimada, ao índice de valorização cambial que não prejudicaria a balança comercial, ao nível de consumo pós-plano, ao nível recorde de inadimplência dos consumidores, a taxa de juros ideal, entre outros. Imprevistos também contribuíram para as mudanças, tais como, a crise mexicana com repercussões em toda a América Latina, comprovando a instabilidade dos investimentos internacionais, e os distúrbios causados após a divulgação de uma pequena desvalorização cambial.

Estas constantes mudanças de rota nas decisões do governo vem repercutindo de forma negativa, pois sempre fica uma expectativa de que a qualquer momento podem ser tomadas medidas não esperadas. Esta incerteza prejudica a estabilidade do país, pois não garante às instituições saber qual o rumo da economia num prazo mais longo.

4 O PAPEL DAS ÂNCORAS

4.1 ÂNCORA CAMBIAL

Conceito:

Âncora cambial é um dos mecanismos utilizados para "segurar" a inflação através da valorização da moeda nacional (Real) frente ao Dólar (principal moeda utilizada como unidade de medida cambial a nível internacional), atuando da seguinte maneira: Se mantida uma paridade Dólar/Real igual a 1 ou próxima à unidade, como foi estabelecida no primeiro momento de circulação da nova moeda - banda de flutuação entre 0,88 à 0,93 real, valorizando o real (ao contrário do ocorrido com o CR\$), há uma diminuição da procura pelo Dólar - devido à sua desvalorização frente ao Real e, em consequência, diminuem as vantagens sobre o preço das exportações e o seu montante comercializado. Do lado das importações o que se verifica é o aumento da demanda em função da queda do preço destes produtos, antes inflacionados pela desvalorização cambial.

A aparentemente simples função da âncora cambial de diminuir o volume exportado e aumentar o volume das importações, revela-se bastante complexa quando analisada a sua influência não só sobre os preços internos e a balança comercial, mas também sobre outros aspectos da economia, tais como, o orçamento e a dívida pública, principalmente se a valorização persistir por muito tempo. No entanto, o objetivo do governo com a valorização cambial é: a) aumentar a oferta interna de bens e b) enxugar a liquidez. Ou seja, a principal função da âncora cambial é financeira pois, atua fundamentalmente sobre a quantidade de moeda em circulação.

a) O crescimento da oferta interna é obtido com a diminuição da saída dos produtos nacionais através das exportações e, conseqüente venda destes no mercado interno e, por outro lado, do aumento das importações, que atuam também no sentido de aumentar a competitividade, pressionando os preços internos para baixo.

b) Com a diminuição das exportações, diminui a entrada de divisas internacionais (dólar) no país, favorecendo o processo de enxugamento da liquidez e à diminuição do crescimento da dívida interna, dado que serão necessários menos títulos públicos emitidos, ou pelo menos com taxa de juros mais baixas, para que se tire de circulação o excesso de moeda advindo da balança comercial positiva.

No entanto, esta relação: queda das divisas internacionais, favorecendo o enxugamento da liquidez, com a diminuição do crescimento da dívida interna não vem se confirmando pois, aquela não foi suficiente para cumprir as metas relativa à contração da base monetária estabelecidas pelo próprio governo devido à entrada de capital especulativo, sendo necessário também a utilização dos títulos públicos para que estas metas fossem alcançadas e, portanto, causando o aumento das taxas de juros e da dívida interna.

No Plano Real, a política de desvalorização cambial teve como base a utilização de uma taxa de câmbio fixa dentro de bandas de variação, entre 0,88 à 0,93 real. A opção por esta política deveu-se à necessidade de não mais ser utilizado o câmbio fixo devido ao seu descrédito adquirido com os planos de estabilização anteriores e à sua extrema rigidez. Com o conhecimento prévio das bandas cambiais há menor expectativa, maior estabilidade dos preços e maior independência na execução da

política monetária em relação à situação externa, havendo maior liberdade na variação das taxas internas de juros e da liquidez.

4.2 ÂNCORA MONETÁRIA

Conceito:

A política monetária vem sendo utilizada por um longo período como tentativa de freiar a inflação brasileira, através de mecanismos que possibilitam a diminuição do volume de moeda em circulação. Essa política, caracterizada como ortodoxa, foi utilizada no país tanto nos períodos de picos inflacionários como junto às políticas heterodoxas dos planos de estabilização anteriores. E está sendo um dos principais recursos do atual governo após a implantação do Plano Real.

O objetivo da âncora monetária é manter "enxuta" a liquidez da economia depois da entrada em circulação da nova moeda (o Real). São basicamente três as formas utilizadas para se alcançar este objetivo: a) Imposição de limites à emissão de moedas; b) Emissão e venda de títulos públicos com taxa de juros atrativas para diminuir o montante de moeda que já está em circulação e c) aumento do recolhimento compulsório junto às instituições financeiras.

a) Foram estabelecidos limites de emissão da moeda na Medida Provisória 549 (Julho/94) que criou o real (MURTINHO.1994.p.15), de forma a tentar encontrar um ponto de equilíbrio entre o volume de moeda em circulação e a oferta agregada, pois o excesso de liquidez pode gerar um crescimento da demanda agregada maior do que a oferta pode cobrir e, conseqüentemente gerar inflação.

b) A emissão de títulos públicos é um dos fatores que tem mais prejudicado o equilíbrio orçamentário do governo, provocando constantes aumentos da dívida pública (aumento de 33% no primeiro semestre de 95 em relação ao mesmo período de 94), com rolagens de curtíssimo prazo. O governo tem-se utilizado frequentemente deste recurso, "vendendo" títulos e tirando de circulação certo montante de moeda que, para atrair compradores é necessário recompensa-los com taxa de juros à níveis altos, prejudicando a própria estabilidade da economia, pois vem aumentando bastante a dívida pública, além de atrair grande volume de "hot money".

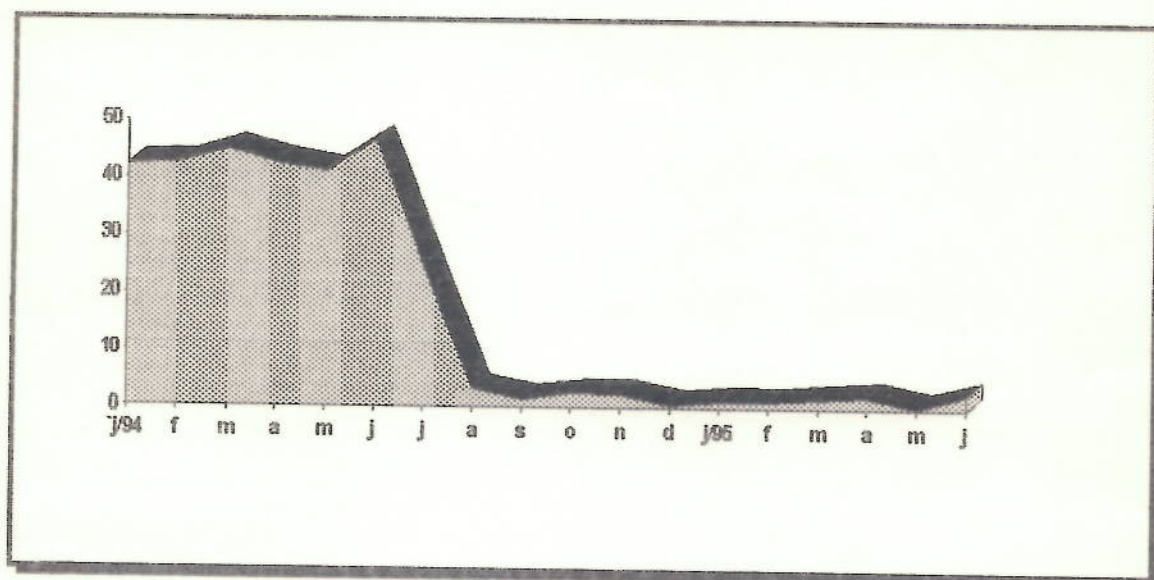
c) O aumento da parcela de recolhimento compulsório imposto pelo governo passou a ser utilizado largamente após o primeiro semestre do Plano Real como mais uma tentativa de diminuir a base monetária para segurar os preços internos.

4.3 O PAPEL DAS ÂNCORAS COMO SUSTENTÁCULO DO PLANO

As âncoras cambial e monetária estão desempenhando um papel fundamental, sendo o principal fator a manter a inflação a níveis bem mais baixos do que antes do Plano (vide gráfico 1).²

² Diante dos vários índices de preços existentes, tais como: o IPC (índice de preço ao consumidor) e o IPA (índice de preço por atacado), entre outros, será utilizado como base no presente trabalho o IGP (índice geral de preços) devido à sua característica de mensuração com base na variação generalizada dos preços que se adequa melhor ao tipo de análise elaborada, qual seja, relativa à macroeconomia.

GRÁFICO 1 - INDICE GERAL DE PREÇOS - 1995



Fonte: IBRE/CEP.

A taxa de câmbio manteve-se, há mais de um ano a níveis abaixo de 1, ou seja, foi mantida a banda de 0,88 e 0,93 real por dólar durante o primeiro ano do Plano, e em jun/95 foi estabelecida nova banda de R\$ 0,91 e R\$ 0,99. Desta forma foi possível conter as exportações e aumentar o volume de importações que contribuiu com o aumento da competitividade. Esta mesma política, que vem sustentando os preços internos, estimula a entrada de capital especulativo, levando ao aumento da instabilidade.

O limite imposto à emissão de moeda, no entanto, não foi sustentado: O limite para o primeiro trimestre do Real (de 01/07/94 até 30/09/94) era de R\$ 7,5 bilhões, com margem extra de 20%, e a emissão real alcançou R\$ 6,7 bilhões apenas no mês de Julho/94 (CAMPELO.1994.p.13). Restou ao governo a opção de diminuir a liquidez através da elevação e extensão do compulsório sobre depósitos e empréstimos do

sistema financeiro (o recolhimento passou de 27% para 30% sobre o estoque de depósito a prazo em Abr/95) e através da emissão de títulos da dívida pública e fixação de taxas altas de juros, tornando estes títulos mais atrativos e, ao mesmo tempo, incentivando a entrada de "hot money" e diminuindo o consumo e o investimento. Estas medidas, junto com as medidas cambiais, foram as que mais contribuíram para a queda da inflação brasileira no primeiro ano (Julho/95) do novo padrão monetário idealizado pelo Plano Real.

Estas duas âncoras, portanto, constitui o principal sustentáculo do plano. A questão é que estas medidas não apenas afetam a inflação mas, também, todo o equilíbrio macroeconômico do país.

O principal objetivo, portanto, tem sido alcançado: índices de inflação mensais bem aquém aos índices do período anterior ao plano. Deve-se analisar, no entanto, por quanto tempo poderar ser sustentada esta política e quais as consequências das mesmas.

4.4 AS ÂNCORAS E O EQUILÍBRIO MACROECONÔMICO

A complexidade macroeconômica torna extremamente difícil encontrar o ponto de equilíbrio que possa conciliar a queda da inflação, através de mecanismos de caráter recessivo, com a necessidade de crescimento econômico, equilíbrio orçamentário e saneamento das dívidas interna e externa do país.

Serão agora analisadas, em separado, a influência das âncoras cambial e monetária na economia como um todo. Dando ênfase às seguintes questões: balança comercial; dívida interna; taxa de juros e orçamento público.

4.4.1 Balança comercial

O problema da balança comercial se resume na paradoxal necessidade de manter num patamar elevado as reservas cambiais, através da realização de sucessivos superávits na balança, para que o governo tenha segurança na elaboração de medidas recessivas, e, ao mesmo tempo, na própria necessidade de queda das exportações, podendo esta, entretanto, prejudicar o equilíbrio econômico através de déficit na balança.

Quando da elaboração do Plano Real, as reservas cambiais se encontravam num patamar considerado bastante satisfatório, dando respaldo para a valorização cambial e conseqüente queda das exportações. Entretanto, o saldo da balança comercial vem apresentando resultados negativos desde Janeiro/95, provocando queda das reservas (vide tabela 1). Se este ritmo persistir, logo o volume de reservas não vão mais desempenhar seu papel de dar segurança e respaldo à política cambial, o que levará à diminuição do volume dos investimentos e das aplicações financeiras internacionais e à diminuição da capacidade do governo em arcar com suas dívidas interna e externa.

TABELA 1 - Balança Comercial (em US\$ milhões) - 1995

PERÍODO	EXPORTAÇÃO	IMPORTAÇÃO	SALDO
Janeiro	2.980	3.284	-304
Fevereiro	5.932	7.331	-1.399
Março	9.730	12.065	-2.335
Abril	13.124	15.926	-2.802
Maió	17.329	20.821	-3.492
Junho	21.451	25.706	-4.255
Julho	25.455	29.708	-4.253

Fonte: BCB.

(CONJUNTURA Econômica. Out/95. p. 17-Conj.Estatística)

Tendo em vista esta perspectiva, o governo terá que escolher entre três opções: a) Manter a valorização cambial; b) Desvalorizar o Real; e c) Utilizar-se de outros recursos de combate à inflação que possibilitem uma menor dependência em relação ao exterior.

a) Se mantido o atual nível da taxa de câmbio, o volume de exportações continuará caindo, as reservas diminuindo e a confiança do mercado internacional também, desta forma, a balança comercial passará a apresentar déficit, prejudicando as contas internas do país. Em princípio a inflação continuará baixa, mas se persistir o déficit na balança comercial o país terá dificuldades no pagamento de suas dívidas (além da dívida interna, a dívida externa ainda corroi parte das nossas divisas nacionais), passando a emitir moedas para equilibrar suas contas e, conseqüentemente, provocando um excesso de moeda, gerando inflação.

b) A opção pela desvalorização cambial pode interferir de duas maneiras, dependendo do momento em que esta for realizada. Se realizada no curto prazo, a escolha deve ser pela minidesvalorização, em períodos regulares até se atingir um ponto de equilíbrio. Se o governo persistir por muito tempo sustentando a valorização, pode-se chegar a uma situação limite que implicará na maxidesvalorização cambial. As duas hipóteses, no entanto, levam ao mesmo caminho: como a taxa de câmbio valorizada tem o papel de conter a inflação, a sua desvalorização quebra com o princípio do próprio Plano, incentivando as exportações e a entrada de divisas cambiais, desta forma, diminui a oferta interna, aumenta o volume de moedas e aumenta a demanda e, ainda, aumenta as expectativas de desestabilização.

c) A terceira opção requer um prazo mais longo para ser executada mas, por outro lado, é a que tem maior possibilidade de obter resultados positivos. Apesar de o país estar na área de influência do dólar, não há dependência comercial e econômica do Brasil em relação aos Estados Unidos, pois a pauta de exportação brasileira é bastante diversificada. No entanto, o grau de abertura de nossa economia ainda é baixo, o que implica a necessidade de atuar principalmente sobre os preços e custos domésticos, em vez de utilizar-se de recursos para reduzir os preços e custos de importação e exportação - qual seja, a política cambial. Desta forma, é fundamental que o governo venha a investir em políticas que incentivem a produtividade e que possibilitem diminuir a influência dos oligopólios na formação dos preços internos, incentivando o surgimento de pequenas e médias empresas.

Até o presente momento, o governo tem preferido continuar mantendo a valorização do real (a pequena desvalorização realizada em Jul/95 não modifica a condição de valorização frente ao dólar) e, para isto, vem tentando manter o equilíbrio da balança comercial através da realização de outras medidas. As principais medidas adotadas neste sentido foram: elevação das alíquotas do imposto de importação de diversos

bens de consumo durável, aumento das taxas de juros através da elevação dos recolhimentos compulsórios, diminuição dos prazos dos consórcios e das prestações nas compras a prazo, incentivos à exportação e o estabelecimento de quotas para importação de automóveis (FILGUEIRAS. 1995. p. 13-14).

4.4.2 Dívida Interna

A dívida interna brasileira é alta, representando, em média, 5% do PIB (vide tabela 2), em função dos juros altos pagos pelo governo pela compra de títulos públicos. A venda desses títulos tem sido o principal mecanismo de controle da política monetária, em detrimento da política de imposição de limites à emissão de moeda, como já vimos anteriormente. A utilização deste recurso tem sido tão constante que o prazo de rolagem total da dívida vem diminuindo, contribuindo para o desequilíbrio orçamentário. A dívida pública é explosiva quando a taxa real de juros dos títulos for superior à taxa de crescimento da renda, no Brasil esta relação, em meados de 1994, estava em torno de: taxa de juros igual a 35%a.a. e taxa de crescimento do PIB igual a 4%a.a., ou seja, verifica-se, com isto, a necessidade do emprego de novos recursos para que esta situação não venha a causar persistentes aumentos do déficit público.

TABELA 2 - DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL - 1994/1995

Dívida pública mobiliária federal	Maio/94	Abril/95	Maio/95
I. Dívida mobiliária total	89.623	70.097	71.768
I.1. Dívida com o mercado	35.060	39.091	40.885
I.2. Dívida com o Bacen	54.563	31.006	30.883
II. Dívida com o mercado/PIB	4,84%	4,99%	5,14%

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Obs.: Saldos em R\$ milhões de maio 95 (deflator: IGP-DI).

A principal causa da atual dívida interna, portanto, é a necessidade da venda dos títulos públicos como forma de conter a excessiva liquidez da economia - que só tem alcançado o montante desejado devido aos altos juros embutidos. Como consequências negativas desta política podemos citar o aumento do déficit público e a desconfiança dos credores em relação ao pagamento da dívida, aumentando ainda mais a incerteza do setor privado.

A questão principal que envolve o déficit público brasileiro é a incapacidade de financiá-lo. A dívida pública, pois, apesar do volume alto de reservas cambiais que tem se mantido, esta é composta, principalmente, pelo capital especulativo que tem como característica a rapidez com que entra e sai do país. De forma a incentivar a entrada de capital estrangeiro, o governo provoca o aumento das taxas de juros, não estabelecendo, no entanto, regras relativas ao prazo mínimo consistente para que este capital fique no país.

Com o advento do Plano Real e a valorização da moeda nacional, as exportações diminuíram e o volume importado cresceu ocasionando déficit na balança nos primeiros meses de 1995 (vide tabela 2), e em relação à dívida financeira esta se manteve alta devido à permanência da necessidade de venda dos títulos públicos. Conclui-se, portanto, que a tendência, nestas condições, é de continuidade e agravamento do déficit público, somado ao descrédito dos investidores em relação aos títulos do governo e à instabilidade do capital especulativo, restando, como resultado de longo prazo, o aumento no volume de moeda emitida para o pagamento da dívida pública e, conseqüentemente, a volta da inflação.

4.4.3 Taxas de juros

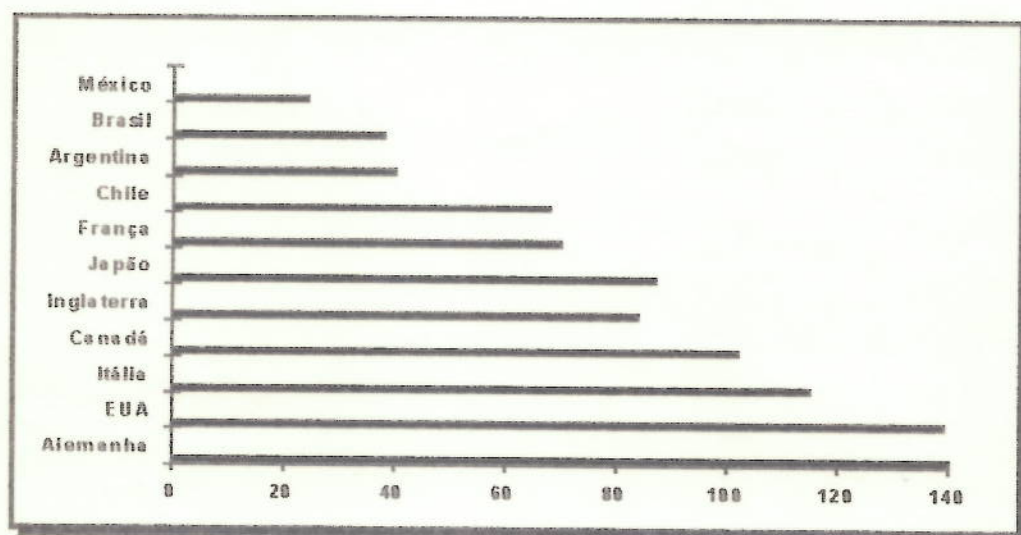
As taxas de juros no Brasil já vinham apresentando índices bastante altos bem antes da elaboração do Plano Real, sempre objetivando conter a demanda e, conseqüentemente, a inflação. Enquanto nos países mais desenvolvidos as taxas de juros alcançam índices em torno de 2% à 5% ao ano, no Brasil esses índices se referem à taxas reais de juros ao mês. Apesar desta disparidade é sabido que não foram obtidos resultados positivos através desta política, visto que o país já conviveu com períodos de inflação média de 40%a.m. e taxas reais de juros de 3%a.m.

A política monetária atual, no entanto, vem se utilizando, mais uma vez, deste recurso. A âncora monetária vem crescendo em detrimento da âncora cambial: "(...)ao desvalorizar o real, com a implementação do sistema de bandas, a equipe econômica tentou, preventivamente, evitar remarcações de preços na indústria nacional via aumento paralelo das taxas de juros."(MOREIRA.1995. p. 23).

Para tirarmos qualquer conclusão sobre os efeitos desta política, faremos uma análise dos seguintes aspectos: as medidas efetivadas, dos resultados obtidos até o momento e das consequências a longo prazo.

O aperto monetário vem sendo realizado através da venda de títulos do governo e do aumento do recolhimento compulsório junto às instituições financeiras. A dificuldade em prever a inflação do mês seguinte tornou menos eficiente a política do governo de interferência no mercado aberto com o propósito de controlar a taxa de juros, desta forma, ao se basear numa taxa de inflação não realizada, a taxa de juros nominal não correspondia à taxa real de juros desejada. O que mostra que mesmo com níveis mensais de inflação a muito não existente no país, a instabilidade de preços ainda impera, na medida em que a variação mensal é alta e, principalmente, não vem coincidindo com as expectativas.

O recolhimento compulsório surge como uma maneira mais precisa de controle da base monetária, embora seu grau de eficiência não seja satisfatório. É mais preciso pois dá a certeza, que as interferências via mercado aberto não estavam dando, de haver uma diminuição do volume de dinheiro em circulação e, ainda por ser um meio de financiamento para o governo. Mas não é tão eficiente pois, a participação do crédito bancário no PNB é menos de 40%, ou seja, a influência do compulsório para o aperto monetário é bem menor do que nos países desenvolvidos, onde a eficácia desta política se torna maior, dado que esta relação varia de 80% a 140% (vide gráfico 2).

GRÁFICO 2 - CREDITO BANCÁRIO COMO % DO PIB - 1994

Fonte: FMI; elaboração: Conjuntura Econômica (LVF).

O que tem-se verificado até o momento é que a inflação tem se mantido em níveis baixos, para o padrão brasileiro, à custa de altos índices de taxa de juros (vide tabela 3). É notório que altas taxas de juros e concomitante corte dos recursos financeiros tem como consequência o aumento das aplicações financeiras e a diminuição dos investimentos.

TABELA 3 - Evolução das Taxas de Juros Reais no Brasil

PERÍODO	TAXA DE JUROS REAIS
Agosto/94	0,83
Setembro	2,21
Outubro	1,03
Novembro	1,62
Dezembro	3,22
Janeiro/95	2,03
Fevereiro	2,12
Março	2,40
Abril	1,90
Maio	3,82

Fonte: CENÁRIOS (1995). São Paulo: Análise Editora, v.8, n.66.

NOTA: 1. Taxa de juros nominal do "overnight".

2. Deflator IGP-DI da FGV.

4.4.4 Orçamento público

O equilíbrio orçamentário é essencial para a estabilização da economia brasileira na medida em que os constantes déficits do setor público têm contribuído fortemente para o desequilíbrio entre oferta e demanda agregada e provocado o aumento do volume de moeda em circulação. A âncora cambial, através do déficit na balança comercial, e a âncora monetária, através do aumento da dívida pública, contribuem para o desequilíbrio, aumentando os encargos do governo. A âncora fiscal, que tem o objetivo de reorganizar as receitas e despesas do governo, até o momento não saiu do papel: as medidas propostas não foram realizadas e o déficit público reapareceu

em 95, após o fim das medidas temporárias advindas do fundo social de emergência que sustentaram as contas públicas em 1994 (vide tabela 4).

TABELA 4 - Execução financeira do Tesouro Nacional - 1994/95

Em R\$ mil de março 1995

DISCRIMINAÇÃO	ACUMULADO-94	JAN/MAR-95	VARIAÇÃO(%)
Receitas	16.709	19.736	18
Despesas	16.609	21.310	28
Resultado Fiscal	99	-1.574	-1.693

Fonte: MF-STN; CEEG/IBRE/FGV.

Obs.: Em 1994 o Fundo Social de Emergência foi o que mais influenciou o superávit. Vale ressaltar que esta foi uma medida temporária, que não atinge a estrutura fiscal do país no longo prazo.

Está aqui caracterizado outro paradoxo do plano, qual seja: as âncoras cambial e monetária, estabelecidas para segurar a inflação, ao mesmo tempo, provocam o desequilíbrio do orçamento público - aumento do déficit público, ocasionando excesso de demanda e de moeda - exatamente o que o plano propunha combater. No primeiro trimestre de 1995 o déficit de caixa acumulado foi de R\$ 1.574 bilhão, sendo o pagamento dos funcionários públicos (43%) e a dívida pública (21%) o que mais contribuíram para este (PEREIRA.1995a.p.19).

As políticas de combate a inflação desencadeadas com o Plano Real, tem mantido baixos os níveis de inflação mas, por outro lado, tem contribuído para o equilíbrio geral, dado que não foram solucionadas questões prioritárias, quais sejam, o equilíbrio nas balanças comercial e de pagamentos, ajuste dos preços internos em

relação aos preços internacionais, nível de investimento mínimo necessário, entre outros.

5 CONCLUSÃO

Através da análise dos resultados obtidos com o Plano Real pôde-se verificar que estes estão divididos em duas categorias: os efeitos diretos sobre a inflação e os efeitos sobre a estabilidade e crescimento econômico.

Suas principais medidas tem alcançado resultados positivos no que diz respeito ao objetivo de conseguir manter baixos os índices de inflação: até o momento tem-se mantido uma média de 1,8% a.m. por um período de um ano.

Em relação à estabilidade econômica do país, não se pode ainda fazer uma avaliação mais precisa dos resultados pois, as mudanças de rumo tem sido frequentes em função das necessidades de ajustes para que se alcance uma situação de maior equilíbrio.

Tendo como base as medidas até agora realizadas e a ancoragem dos preços no câmbio e nas restrições monetárias, as perspectivas são pessimistas dado que estas são medidas relevantes apenas no curto prazo, com isso, não possibilitando suficiente sustentação para a economia brasileira, principalmente de agora em diante, quando os efeitos deste tipo de ancoragem estão começando a ter reflexos negativos, ocasionando a persistência do déficit na balança comercial, sem o estabelecimento de formas concretas de refinanciamento e piora na balança de pagamentos, diminuição dos investimentos privados e, também, criando, através das frequentes mudanças de rumo, "insegurança" dos agentes econômicos quanto ao futuro.

Partindo do princípio de que o plano tem por objetivo acabar com a inflação para que se consiga uma maior estabilidade da economia, este princípio torna-se contraditório na medida em que tem alcançado o primeiro objetivo, entretanto, os resultados não vem surtindo os efeitos desejados em relação a uma maior estabilização, dado que os problemas macroeconômicos continuam e que as perspectivas para o longo prazo incluem recessão e, conseqüentemente, os problemas relacionados à esta.

Para que a política de sustentação da taxa de câmbio nos níveis atuais e a proposta de abertura ao mercado internacional, seja compatível com o crescimento econômico e com a estabilidade dos preços será necessário o aumento no nível atual de atividade econômica que possibilite que os produtos nacionais sejam competitivos no mercado internacional. A questão é que a taxa de câmbio tem se mantido valorizada sem um correspondente estímulo aos investimentos internos, impossibilitando o aumento da produtividade, competitividade, crescimento econômico e nível de emprego.

Logo, podemos concluir que será necessária a revisão dos conceitos e das medidas realizadas, levando em consideração as necessidades de equilíbrio e crescimento econômico e, não só, a estabilização dos preços.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AMADEO, Edward J. Nem Câmbio Nem Ajuste Fiscal. Gazeta Mercantil, São Paulo, 27.jan.1995. p.3 (caderno).
- A VALORIZAÇÃO da Moeda. Gazeta Mercantil, São Paulo, 27.jan.1995. p.3.
- BALANÇO Anual. Gazeta Mercantil, São Paulo, 94/95, p.30-36.
- CÂMBIO é Mortal, Alerta Durndusch. Gazeta Mercantil, São Paulo, 30.jan.1995. p.1 e 17.
- CAMPELO Jr., Aloísio. Um Passo para a Estabilização. Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro: FGV, v.48, n.9, p.13-14, set.1994.
- CARTA do IBRE. Dilema da Política Cambial. Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro: FGV, v.48, n.6, p.7-8, jun.1994.
- CARTA do IBRE. Perspectivas da Economia Brasileira em 1994. Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro: FGV, v.48, n.3, p.3-4, mar.1994.
- CARTA do IBRE. Risco Político. Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro: FGV, v.48, n.4, p.3-4, abr.1994.
- CARTA do IBRE. Viver com Inflação. Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro: FGV, v.48, n.7, p.3-4, jul.1994.
- CONJUNTURA Estatística. Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro: FGV, v.49, n.8, p. 2-5; 14-21, ago.1995.
- ECONOMISTAS Apontam Riscos Atuais do Plano Real. Gazeta Mercantil, São Paulo, 27.jan.1995. p.3.
- FARIA, Lauro Vieira de. Armadilha da (I)liquidez. Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro: FGV, v.49, n.8, p.91-93, ago.1995.
- FARIA, Lauro Vieira de. Manter o Rumo, Mudar o Instrumento. Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro: FGV, v.49, n.7, p.16-18, jul.1995.
- FARIA, Lauro Vieira de. O Real entra em Cena. Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro: FGV, v.48, n.8, p.172-173, ago.1994.

- FARIA, Luiz Augusto Estrella Faria. Uma Análise de História Monetária para a Inflação Brasileira. Ensaio, Porto Alegre, v.15, n.1, p.151-178, 1994.
- FERREIRA da Silva, Gisele. Análise das Principais Correntes de Pensamento Eco. Bras. sobre Inflação na década de 80 e Avaliação das Propostas de Est. Concebidas. Salvador, UFBA/FCE, 1993. Monografia (Graduação em Economia da UFBA).
- FERREIRA Filho, Fernando. O Plano FHC: Da Estabilização de Curto Prazo às Reformas Estruturais. Indicadores Econômicos, As Contas Regionais e o Desempenho da Economia em 1994. Porto Alegre, v.22, n.4, p. 56 - 62, jan.1995.
- FILGUEIRAS, Luis A. M. O Plano Econômico - político FCH e as Eleições Presidenciais. Caderno de CEAS, n.152, jul.1994.
- FILGUEIRAS, Luis A. M. Plano FHC e Desindexação: A Questão Salarial. Textos 1, Salvador: APUB, ago.1995.
- GALVÊAS, Emame. O Plano Real. Carta Mensal, Rio de Janeiro, v.40, n.473, p.3-12, ago.1994.
- GASTOS com Juros da Dívida (...). Gazeta Mercantil, São Paulo, 30.jan.1995, p.5.
- HENRIQUES, Ricardo, EARP, Fábio Sá. Para uma Abordagem Sócio-econômica da Inflação Brasileira: Uma Leitura a partir da Obra de Georg Simmel. Ensaio, Porto Alegre, v.15, n.2, p.547-569, 1994.
- INDICADORES Econômicos. A Queda da Inflação. Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro: FGV, v.49, n.7, p.15-16, jul.1995.
- INDICADORES Econômicos. O Repique da Inflação. Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro: FGV, v.49, n.8, p.90, ago.1995.
- LANGONI, Carlos Geraldo. As Lições da Crise Mexicana. Gazeta Mercantil, São Paulo, 27.jan.1995, p.2 (caderno).
- LOPES, João do Carmo, ROSSETTI, José Paschoal. Inflação: Conceito, Teorias e Análise do Caso Brasileiro. In: Economia Monetária. São Paulo: Atlas, 1992, 30p.
- MACHADO, Marcos F., CAMPELO Jr., Aloísio. Regras Deviam ser mais Estáveis. Conjuntura Econômica: Rio de Janeiro: FGV, v.49, n.8, p.104-105, ago.1995.
- MEDIDAS Econômicas do 4º Trimestre de 1994. Indicadores Econômicos, As Contas Regionais e o Desempenho da Economia em 1994. Porto Alegre, v.22, n.4, p.35-39, jan.1995.

- MELLO, Isabel Parente de. Defasagem Cambial é de 16%. Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro: FGV, v.49, n.6, p.23-24, jun.1995.
- MOREIRA, Edson Marques. 1994: A Política Monetária da Estabilização. Indicadores Econômicos, Porto Alegre, v.22, n.4, p.92-103, jan.1995.
- MOREIRA, Edson Marques. Política Monetária e Setor Financeiro: Os Reajustes do Plano Real. Indicadores Econômicos, Porto Alegre, v.23, n.2, p.17-26, ago.1995.
- MUNHOZ, Dércio Garcia. Plano Real: A Indefinição da Política Econômica. Indicadores Econômicos, As Contas Regionais e o Desempenho da Economia em 1994, Porto Alegre, v.22, n.4, p.49-55, jan.1995.
- MURTINHO, Joaquim. Como Garantir o Sucesso? Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro: FGV, v.48, n.9, p.15-16, set.1994.
- PEREIRA, Lia Alt. As Contas Públicas em 1994. Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro: FGV, v.48, n.9, p.17-18, set.1994.
- PEREIRA, Lia Alt. Déficit de R\$ 1,5 bilhão. Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro: FGV, v.49, n.6, p.19-20, jun.1995.
- PEREIRA, Lia Alt. Despesas Pressionam o Déficit. Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro: FGV, v.49, n.7, p.19-20, jul.1995a.
- PEREIRA, Lia Alt. Hora de Cortar. Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro: FGV, v.49, n.8, p.94-96, ago.1995.
- PEREIRA, Lia Valls. Explicando o Conceito de Defasagem Cambial. Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro: FGV, v.49, n.7, p.25, jul.1995b.
- PEREIRA, Lia Valls. Na Direção Certa. Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro: FGV, v.49, n.8, p.96-98, ago.1995.
- PORTUGAL, Marcelo S. Estabilização de Preços, Âncora Cambial e Balança de Pagamentos: Brasil, Argentina e México. Indicadores Econômicos, Porto Alegre, v.23, n.2, p.211-216, ago.1995.
- PRINCIPAIS Indicadores. Suma Econômica, p.5-11, jan.1995.
- PRINCIPAIS Medidas de Política Econômica no Trimestre. Indicadores Econômicos, Porto Alegre, v.23, n.2, p.9-16, ago.1995.

RESTRIÇÃO ao Crédito Deve Continuar. Gazeta Mercantil, São Paulo, 27.jan.1995, p.16.

RUCKERT, Isabel Noemia. Política Fiscal: A Fragilidade do Ajuste em 1994. Indicadores Econômicos, As Contas Regionais e o Desempenho da Economia em 1994, Porto Alegre, v.22, n.4, p.104-114, jan.1995.

SAYAD, João. O Caminho das Pedras. Gazeta Mercantil, 27.jan.1995, p.3 (caderno).

SILVA, Salomão Quadros da. Preços Relativos Mais Alinhados. Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro: FGV, v.48, n.9, p.11-12, set.1994.

ANEXO I

ÍNDICE GERAL DE PREÇOS
Disponibilidade Interna (%)

PERÍODO	ÍNDICES	NO MES	NO ANO	EM 12 MESES
1980	8,33E-10	-	100,20	110,20
1981	1,75E-09	-	109,90	95,20
1982	3,42E-09	-	95,40	99,70
1983	8,70E-09	-	154,50	211,00
1984	2,79E-08	-	220,60	223,80
1985	9,08E-08	-	225,50	235,10
1986	2,20E-07	-	142,30	65,00
1987	7,14E-07	-	224,80	415,80
1988	5,61E-06	-	684,50	1037,60
1989	7,96E-05	-	1320,00	1782,90
1990	2,28E-03	-	2739,70	1476,60
1991	1,16E-02	-	414,70	480,20
1992	0,1270	-	991,40	1158,00
1993				
ABRIL	0,8542	28,20	186,90	1382,20
MAIO	1,1299	32,30	253,00	1501,20
JUNHO	1,4770	30,70	361,40	1623,90
JULHO	1,9491	32,00	508,90	1769,40
AGOSTO	2,6027	33,50	713,10	1888,40
SETEMBRO	3,5655	37,00	1013,90	2038,60
OUTUBRO	4,8186	35,10	1405,40	2213,30
NOVEMBRO	6,5996	37,00	1961,80	2450,40
DEZEMBRO	8,9899	36,20	2708,60	2708,60
MÉDIA	2,7988	-	-	-
1994				
JANEIRO	12,7827	42,20	42,20	3002,20
FEVEREIRO	18,2040	42,40	102,50	3392,30
MARÇO	26,3640	44,80	193,30	3857,10
ABRIL	37,5574	42,50	317,80	4296,70
MAIO	52,9375	41,00	448,90	4585,30
JUNHO	77,5942	46,60	793,10	5153,50
JULHO	96,7678	24,70	976,40	4864,80
AGOSTO	100,0000	3,30	1012,40	3742,20
SETEMBRO	101,5490	1,50	1029,60	2748,10
OUTUBRO	104,1430	2,60	1058,40	2061,30
NOVEMBRO	106,7200	2,50	1087,10	1517,10
DEZEMBRO	107,3250	0,60	1093,80	1093,80
MÉDIA	70,1620	-	-	-
1995				
JANEIRO	108,7850	1,40	1,40	751,00
FEVEREIRO	110,0390	1,20	2,50	504,50
MARÇO	112,0350	1,80	4,40	325,00
ABRIL	114,6140	2,30	6,80	205,20
MAIO	115,0710	0,40	7,20	117,40
JUNHO	118,0900	2,60	10,00	52,20

Fonte: IBRE/CEP

Nota: De 1980 a 1982 média sobre média.