

## Sobre a estabilização do Real

(Francisco L. Lopes, 24/ 04 / 2024)

Em resposta à convocação do amigo Rogerio Werneck participei do seminário “**O Real na PUC**”. Comecei notando que sempre considero útil pensar na estabilização do real como um projeto de pesquisa desenvolvido ao longo de quase 30 anos por um conjunto de pessoas associadas ao Departamento de Economia da PUC-Rio. Noto que as observações seguintes que tentei apresentar no seminário estão desenvolvidas em muito maior profundidade no Epílogo 2 do livro Dionisio Dias Carneiro: Um Humanista Cético (Editora PUC 2014). com o título “*Saudades de um amigo especial: O pensamento da PUC-Rio sobre política de estabilização e a contribuição de Dionisio Dias Carneiro*”.

Podemos considerar que esse projeto de pesquisa da estabilização brasileira enfrentou uma sequência de quatro desafios.

### **Desafio 1: O entendimento da inflação inercial crônica.**

Pode ser observado que a partir de níveis elevados (como 50 ou 100% ao ano ou mais) a inflação ganha vida própria, ficando praticamente independente dos tradicionais determinantes de política monetária ou fiscal. A principal causa da inflação neste caso é a própria inflação passada, e por isso usamos o termo inflação inercial crônica.

Este tipo de inflação também pode se acelerar sem qualquer choque ou pressão externa. Uma mudança espontânea das periodicidades de reajustes de preços ou salários pode ter o mesmo impacto de um choque inflacionário externo, como o que poderia ser produzido por um aumento no preço internacional do petróleo. Desta forma a inflação inercial crônica tende a eventualmente se transformar em uma hiperinflação.

### **Desafio 2: A invenção dos choques de estabilização.**

A experiência brasileira com inflação inercial crônica acabou demonstrando que este tipo de processo inflacionário não admite uma solução gradual. O regime militar

brasileiro optou por não tentar um combate sério para a inflação, preferindo “conviver” com ela através da introdução de mecanismos generalizados de correção monetária, tanto na área financeira como nos salários, preços públicos e muitos preços industriais controlados. Esta “administração à lá Delfim Neto” da inflação rendia bons frutos em termos de crescimento econômico, mas deixava insatisfeitos alguns economistas sérios. Mario Henrique Simonsen, por exemplo, publicou em 1970 o livro *Inflação: Gradualismo versus Tratamento de Choque* que sugeria a possibilidade de que as regras de correção monetária, particularmente para preços e salários, incorporassem algum tipo de redutor de modo a obter uma desindexação gradual da economia. A partir de 1974 quando assumiu o Ministério da Fazenda do Governo Geisel chegou a implantar uma regra deste tipo para a correção monetária dos salários, que ocorriam obrigatoriamente com periodicidade anual. Sua solução era aplicar um redutor (que chegou a 80%) sobre a inflação dos últimos doze meses, mas também estipulando um fator de correção para o caso deste reajuste ficar defasado em relação à inflação efetivamente observada. Na prática o esquema não funcionou e o fator redutor para os salários produziu elevado custo político.

Outras tentativas de formular esquemas de desindexação consistentes (como em Lopes e Williamson 1980) apenas confirmaram a impossibilidade de um combate gradual para a inflação inercial crônica. A solução foram os choques de estabilização. O Plano Cruzado de 1986 foi a primeira solução deste tipo utilizando o congelamento de preços e salários. Em tese ele deveria ser temporário, mas terminou sendo um tabelamento de preços sem horizonte para terminar e com o agravante de um gatilho salarial que produziria a reindexação automática dos salários quando a inflação acumulasse 20%. A alternativa da moeda indexada proposta por Arida e Lara Resende também foi discutida na época, mas a ideia parecia de implementação muito mais complicada que um congelamento e a única experiência histórica conhecida de moeda indexada foi o pengo fiscal húngaro, que produziu uma das maiores hiperinflações de que se tem notícia. Ao final os argentinos ao fazerem o Plano Austral nos mostraram o caminho das pedras para um plano de congelamento. Com eles a moeda indexada ficou apenas como inspiração para as tablitas de conversão para a nova moeda de dívidas prefixadas na velha moeda, o que aliás foi muito popular no período posterior ao Cruzado.

### **Desafio 3: Desenho de um choque público sem congelamento**

Ao final dos anos 1980 a situação era de grande perplexidade quanto a como enfrentar a inflação crônica brasileira. Os políticos continuavam adorando uma solução de congelamento, o que ainda foi tentado desastrosamente por Maílson da Nobrega no Plano Verão no início de 1989. Uma tentativa ainda mais desesperada foi o Plano Collor de março de 1990 com a retenção temporária dos depósitos à vista e de poupança no sistema bancário. Essa retenção foi por 18 meses, com correção e juros fixados em apenas 6% ao ano. A ideia aqui parecia ser a de que o mero congelamento da quantidade de moeda em circulação eliminaria a inflação, o que naturalmente não aconteceu já que a inflação era inercial crônica. Note-se alguma semelhança com o que está acontecendo agora na Argentina de Xavier Milei.

O problema era como desenhar um choque de estabilização que pudesse ser anunciado abertamente, sem preocupação de segredo, e que não dependesse de um congelamento de preços. Este era um tema que me ocupava intensamente em 1988 envolvendo o estudo das hiperinflações e de experiências históricas de convivência de duas moedas de curso forçado, como no caso dos greenbacks americanos emitidos na época da Guerra Civil, com e sem conversibilidade em ouro. No Brasil também tivemos a convivência dos mil-réis conversíveis e não conversíveis em libra esterlina no período de funcionamento da Caixa de Conversão em 1906.

Então no início de 1988 me apareceu o amigo Osmundo Rebouças, que havia sido meu contemporâneo em parte do meu doutorado em Harvard e naquele momento era deputado constituinte. Ele veio com o argumento que a nova Constituição Brasileira daria ao Congresso Nacional o poder de lançar por conta própria um novo plano de estabilização, sem qualquer participação do poder executivo. Colocou, porém, as ressalvas de que este plano teria que poder ser pré-anunciado e não deveria conter uma nova tentativa de congelamento de preços e salários já que isto não teria qualquer apoio da maioria de parlamentares. Este era exatamente o desafio que me interessava naquele momento. Combinamos que eu iria escrever um livro sobre a nova estratégia para ser lançado junto com o anúncio do plano no Congresso e planejamos um esquema de divulgação na imprensa.

Desta forma em outubro de 1988 este verdadeiro exército Brancalione lançou seu Plano Real, seis anos antes portanto do Plano Real de FHC lançado em meados de 1994. A publicação do livro que deveria ter o título “A Moeda Real” foi atrasada pelo editor, ao

contrário do combinado, e acabou sendo publicado somente em março do ano seguinte, depois do Plano Verão de Maílson, e com o título que o editor considerava mais comercial: “*O Desafio da Hiperinflação: Em Busca da Moeda Real*”. O Projeto de Lei 1017 de autoria de Osmundo Rebouças foi apresentado na Sala das Sessões em 11 de outubro de 1988 e chegou a ser aprovado depois na Comissão de Constituição e Justiça. O nome Real para a nova moeda, que estava sendo sugerido aqui pela primeira vez, foi inspirado na velha moeda portuguesa introduzida no reinado de Don Duarte (1433-1438). Esta moeda deu origem à famosa moeda de prata de oito reais, o “real de a ocho”, que foi a primeira moeda verdadeiramente global, chegando a representar quase 50% de todo o dinheiro em circulação no mundo no século dezoito.

Na realidade nosso esquema de divulgação na imprensa foi muito amador. É verdade que conseguimos com George Vidor uma entrevista de página inteira no Globo de domingo. E o sempre ágil Paulo Henrique Amorin logo se envolveu, fez uma chamada no Fantástico e baixou na segunda pela manhã no meu escritório no centro do Rio para gravar uma longa entrevista para ser divulgada no Jornal da Globo ao final daquela mesma noite. O Jornal Nacional daquele dia chegou a anunciar que isto iria acontecer, mas na realidade não aconteceu nada. Não houve nenhuma palavra no Jornal da Globo sobre o assunto. No dia seguinte Paulo Henrique explicou que a emissora recebera um telefonema do Ministério das Comunicações exigindo que o assunto não fosse sequer mencionado. Parece que o governo já estava embalado na fantasia de mais um plano de congelamento, que certamente seria o Plano Verão de Maílson, e não desejava que a opção de um novo plano sem congelamento de iniciativa parlamentar fosse sequer discutido (Ulisses versus Sarney?).

Talvez o momento mais importante desta experiência quixotesca de 1988 foi a apresentação do plano para um público acadêmico na PUC Rio. A solução imaginada por Lopes-Osmundo tinha algumas semelhanças com o que terminou sendo feito no Plano de 1994, como a fase de transição de quatro meses em que os preços e rendimentos na nova moeda ficariam indexados à velha moeda utilizando um décimo do valor da BTN Fiscal. Era algo semelhante, mas bem mais simples que a URV que utilizou três índices de preços. Claro neste caso da URV a complexidade pode ter sido útil na criação de uma certa mística para o plano. Mas o real de 1988 estava bem mais preocupado com a evolução da quantidade emitida da nova moeda. Para isto criava um departamento no Banco Central, a Caixa de Estabilização, que iria estabelecer as condições para sua utilização pelo governo. Seria como se o setor privado pudesse fazer livremente uma

transição rápida para a nova moeda, enquanto o governo ficaria subordinado a um regime de austeridade monetária através do novo departamento.

Era um esquema de grande complexidade, como ficou claro na discussão acadêmica na PUC, e ao final Edmar Bacha, que era então uma espécie de decano do departamento de economia, passou uma bem-merecida descompostura: *“vamos parar de ficar bolando planos que só confundem a opinião pública e participar do jogo político à espera de um governo sério que esteja disposto a bancar um plano com boa chance de sucesso!”*

#### **Desafio 4: A sustentação da estabilidade.**

O quarto e último desafio foi como sustentar a estabilidade por tempo considerável após a reforma monetária inicial de modo que uma consciência da estabilidade (uma *stabilität bewusstsein* como diziam os alemães) se transforme numa característica normal da sociedade. Acontece que o sucesso inicial da reforma monetária do Real com a bem desenhada conversão da URV estava longe de garantir isto. A taxa de inflação acumulada nos primeiros doze meses (até junho de 1995) foi de 33%, nos doze meses seguintes (até junho de 1996) foi de 16%, e nos outros doze meses seguintes (até junho de 1997) foi de 7%, tendo caído finalmente para um dígito somente em dezembro 1996 (com 9,56%). Uma das explicações para essa gradual desaceleração foi a evolução da taxa câmbio Real-dólar, que registrou uma apreciação em doze meses de 7,8% até junho de 1995, seguida de desvalorizações em doze meses de 8,9% até junho de 1996 e de 7,2% até junho de 1997. A taxa de câmbio voltou a sofrer uma forte desvalorização de 64% em janeiro de 1999, mas nesse ponto a consciência da estabilidade já tinha avançado muito.

O controle sobre a taxa de câmbio foi, porém, sustentado por uma política monetária muito dura. A taxa de rentabilidade nominal em 12 meses calculada pela ANDIMA para a Selic ou ativo semelhante overnight foi de 63% até junho de 1995, de 38% até junho de 1996, de 23% até junho de 1997 e de 27% até junho de 1998.

Portanto, ao contrário do que parece às vezes estar no imaginário popular, o sucesso na estabilização do real não resultou apenas de uma espécie de truque com a URV que erradicou de forma rápida e definitiva com a inflação crônica. Foram necessários muitos anos de dedicação intensa do Governo, com o Banco Central, saneando o sistema bancário e modernizando a gestão da política monetária com o COPOM, que foi a origem da independência formal da autoridade monetária. O BC praticou por muitos anos taxas

de juros que muita gente considerou indecentemente elevadas e ao final tiveram mesmo um custo importante, da ordem de 30 pontos de percentagem, na evolução da relação dívida pública-PIB. O BC, por outro lado, insistiu também numa espécie de âncora cambial tipo crawling-peg, que muitas vezes pareceu temerária, particularmente em períodos em que fomos atingidos por crises externa importantes, como a moratória russa de 1998. Não há dúvida que a sustentação da estabilidade resultou desta combinação de políticas monetária e cambial e a rigor só ficou efetivamente garantida após dois momentos cruciais: após a flutuação cambial no início de 1999 e após a mudança do presidente da república em 2003.