

Dois Anos de Plano Real

Comparação com outras experiências de estabilização

Seminário

1º de julho de 1996

Local: Auditório do Palácio do Planalto - Anexo I

PLANO REAL: UMA SEGUNDA AVALIAÇÃO¹

Edmar L. Bacha

Professor do Instituto de Economia da UFRJ

23.06.96

Sucesso inicial, acompanhado de desequilíbrios

Quando Fernando Henrique Cardoso tomou posse como Presidente da República, em 1º de janeiro de 1995, era incontestável o sucesso inicial do Plano Real. As contas públicas de 1994 haviam sido equilibradas, graças ao aumento da arrecadação e à maior liberdade de manejo orçamentário propiciada pelo Fundo Social de Emergência. Por sua vez, conforme se ilustra no Gráfico 1, a inflação havia desabado do intervalo de 40 a 50 por cento ao mês no primeiro semestre de 1994, para o intervalo de 1 a 2 por cento ao mês no final do ano, graças ao mecanismo de conversão dos contratos pela média propiciado pela Unidade Real de Valor e sua posterior transformação na nova moeda do país, o Real.

[INSERIR GRÁFICO 1: ÍNDICES DE PREÇOS]

O sucesso inicial do Plano Real demonstrou na prática o acerto das proposições teóricas que o sustentavam: que era preciso, antes da reforma monetária, deixar claro que o governo poderia equilibrar suas contas sem o auxílio da inflação; que o mecanismo da 'moeda paralela' para a conversão dos contratos não necessariamente levaria a uma aceleração da inflação em cruzeiros reais, desde que as conversões fossem feitas pela média; e que a inflação poderia ser trazida para próximo de zero instantaneamente, sem a necessidade de um congelamento generalizado de preços e salários².

Apesar de os meses iniciais do Real terem sido auspiciosos, eram claros os desequilíbrios que se avolumavam e que poderiam, na falta de ação do governo, desembocar em problemas similares aos que haviam condenado ao fracasso, desde 1986, as tentativas anteriores de estabilização de preços na economia brasileira.

Um dos principais problemas era a discrepância entre o aumento dos salários nominais, determinado pela regra da política salarial, e a apreciação da moeda doméstica, determinada pelo curso das políticas cambial e monetária. Os salários foram convertidos em URV, em março de 1994, pelas médias reais dos quatro meses anteriores. Essas médias, entretanto, foram calculadas nos dias de pagamento e não nos dias médios de dispêndio. Isso implicava um ganho no poder de compra dos salários, pós-Real, equivalente ao "imposto inflacionário" que antes os corroía, em cruzeiros reais, entre o dia de recebimento e o dia médio de dispêndio.

Além disso, os salários passaram a ser recebidos mês após mês em moeda de poder de compra relativamente constante, quando antes sofriam uma forte deterioração entre o 'pico' que se seguia ao reajuste quadrimestral e o 'vale' que antecedia tal reajuste. Embora as médias fossem iguais, um ganho adicional de renda real advinha da eliminação da incerteza associada à forte oscilação dos salários reais, antes observada dentro dos períodos quadrimestrais de reajuste. Esse ganho derivado da estabilização do salário real explicitou-se no mercado pela maior facilidade que os assalariados passaram a ter de acesso ao crédito ao consumidor, que se expandiu de forma

¹ O título deste artigo remete a meu texto anterior, "Plano Real: uma avaliação preliminar", publicado na *Revista BNDES*, 2(3), junho 1995: 3-26.

² Para uma discussão desses temas, veja-se o artigo citado na nota anterior.

considerável no período, apesar de o Banco Central, desde o início de plano, a fim de reduzir o multiplicador do crédito bancário, ter imposto um compulsório de 100% na margem sobre os depósitos à vista nos bancos comerciais².

Ainda mais importante, manteve-se por um ano a indexação anual dos salários, baseada num novo índice de preços, o IPCr, que nos seis primeiros meses do plano acumulou uma variação de 23%. Esta variação foi em grande parte determinada pela combinação de um 'carry over' da inflação em cruzeiros reais de junho de 1994, com problemas sazonais na oferta de alimentos e fortes ajustes dos preços dos aluguéis residenciais. Não se tratava assim de medida do 'núcleo' da inflação em reais (que caiu para próximo de zero, conforme indicado pelo comportamento do IPA da indústria), e, portanto, ao ser repassada aos salários, implicava aumentos dos custos reais de produção, smalizando, assim, a dificuldade da manutenção, seja do congelamento imposto a tarifas e preços dos serviços públicos, seja da 'liberdade vigiada' exercida sobre os preços dos setores oligopolizados do comércio e indústria.

Enquanto isso, a combinação de uma política monetária de juros primários elevados, com uma política cambial de 'banda assimétrica'³, havia feito com que o real se apreciasse em relação ao dólar, de uma paridade unitária no início do Plano, para R\$ 0,846 por US\$ 1.00 em 31 de dezembro de 1994, ou seja uma apreciação nominal de 15%, contribuindo, portanto, para uma queda adicional na relação câmbio-salários. O impacto da apreciação cambial sobre as contas externas se via fortalecido pela decisão, adotada em setembro de 1994, de acelerar o ritmo de liberação das importações, como forma de evitar o repasse para os preços das pressões de custo e de demanda que então se manifestavam.

As pressões de demanda advinham do aumento do poder de compra dos salários acima descrito, adicionado a um movimento de antecipação de compras, tanto de bens duráveis como de equipamentos, na expectativa de que a estabilização seria apenas temporária, como das vezes anteriores. Esse aumento de demanda se viu amparado por uma elevação de 37% nos empréstimos do sistema financeiro para o setor privado entre junho e dezembro de 1994⁴.

As pressões de demanda que provinham do setor privado acrescentavam-se as exercidas pelo setor público. Houve, em primeiro lugar, em setembro de 1994, um aumento de salários para as forças armadas e os grupamentos salariais mais baixos do funcionalismo civil federal. Em janeiro de 1995, todo o funcionalismo foi beneficiado pela política de indexação salarial, não somente com um reajuste integral pelo IPCr, mas também pela substituição, pela média mais alta de 12 meses, da média mais baixa de 4 meses que havia sido adotada em março de 1994 para a conversão dos salários em URV⁵. Em março de 1995, houve um significativo reajuste das gratificações para os cargos comissionados do executivo federal. Finalmente, em maio de 1995, o salário mínimo foi reajustado para R\$ 100, 10% a mais do que a variação do IPCr, num movimento que se estendeu aos benefícios previdenciários. Este conjunto de decisões conduziu a um forte aumento da massa salarial e de benefícios previdenciários no setor público como um todo, já que decisões similares se não mais generosas foram adotadas nos estados e municípios.

¹ Entre junho e dezembro de 1994, os empréstimos do sistema financeiro às pessoas físicas expandiram-se em nada menos do que 150% (Fonte: Boletim do BCB, 4 (32), abril 1996, p. 98).

² Nos termos da 'banda assimétrica', o Banco Central se obrigava a intervir caso o real tendesse a se desvalorizar em relação ao dólar além da paridade de 1:1, mas deixava o mercado livre caso houvesse uma tendência de apreciação do real em relação ao dólar.

³ Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, 32(4), abril 1996, p. 98.

⁴ Na versão original da medida provisória da URV não havia previsão de correção monetária dos salários dos setores privado ou público apenas a substituição da média de 4 meses pela de 12 meses na primeira data-base após a introdução do Real. O governo aceitou a introdução da correção dos salários pelo IPCr no Congresso, para assegurar a aprovação da URV antes do lançamento do Real.

O aumento acentuado da demanda interna, associado a seu desvio para os produtos importados, teve duas consequências, já no final de 1994: um grau crescente de utilização da capacidade instalada na indústria e uma rápida deterioração da balança comercial. O comportamento do IPA-indústria (dele se excluindo os produtos alimentares, devido a seu comportamento sazonal, e os derivados de petróleo, cujos preços eram controlados pelo governo) indica, no Gráfico 2, que a combinação da pressão de custos salariais com o aumento da demanda doméstica foi suficientemente forte para provocar um movimento ascendente do 'núcleo' da inflação interna, mesmo face à ampliação da concorrência externa propiciada pela apreciação cambial e a desgravação das importações.

[INSERIR GRÁFICO 2: IPA-INDÚSTRIA-EX]

Foi neste contexto de forte alteração de preços relativos e da relação entre demanda e produção, que a economia brasileira se viu atingida pelos reflexos da crise mexicana. Isto levou a um refluxo dos movimentos internacionais de capitais, acrescentando-se às pressões sobre as reservas internacionais que já se manifestavam desde setembro, em função da deterioração da balança comercial. Em consequência, as reservas internacionais do país experimentaram uma queda acentuada a partir do final de 1994.

Resposta da política econômica

Entre março e junho de 1995, o governo adotou um conjunto de drásticas medidas para lidar com os desequilíbrios anteriormente identificados, que ameaçavam a sustentação do Plano Real.

Houve, em primeiro lugar, a decisão de aumentar fortemente a taxa básica de juros e de impor restrições adicionais à expansão do crédito. Essas medidas restritivas se somaram àquelas em vigor desde dezembro de 1994, que impuseram um compulsório de 30% sobre os depósitos a prazo e de 15% sobre os empréstimos bancários⁷.

O Gráfico 3 mostra o comportamento das taxas efetivas de juros do overnight e para capital de giro, indicando a tendência inicial declinante de ambas no segundo semestre de 1994, seguida de um forte aumento da taxa para capital de giro, a partir do final de 1994, e da taxa do overnight, a partir de março de 1995. Desde agosto de 1995, observa-se uma queda sustentada em ambas as taxas, que tendem mais recentemente a estabilizar-se no nível de 26% ao ano no overnight e de 42% ao ano para o capital de giro. Associadas ao aumento da inadimplência, essas medidas tiveram um forte impacto sobre o crédito do sistema financeiro para o setor privado, cuja expansão se reduziu para 21% no primeiro semestre, e apenas 6,5% no segundo semestre de 1995⁸.

[INSERIR GRÁFICO 3: TAXAS DE JUROS]

Simultaneamente com o aperto monetário, o Banco Central anunciou em março uma desvalorização de 5% do real em relação ao dólar, conjugada à adoção de uma banda cambial deslizante, e a um aumento de 20 para 70% das tarifas de importações sobre automóveis e eletrodomésticos.

Devido à incerteza sobre a forma que o Banco Central iria atuar no novo regime de bandas cambiais, aguçou-se por algumas semanas a pressão sobre as reservas internacionais, até ficar

⁷ Em dezembro de 1994, o compulsório sobre depósitos à vista foi reduzido de 100 para 90%.

⁸ Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, 32(4), abril 1996: p. 98.

claro que o Banco Central iria definir de tempos em tempos uma 'banda larga' para o câmbio e que, dentro desta banda, praticaria intervenções diárias, de modo a caracterizar uma 'minibanda' e a provocar pequenas mas sucessivas desvalorizações dessas 'minibandas' ao longo do mês, em dias e magnitudes não preanunciadas. O acumulado mensal dessas minidesvalorizações seria, entretanto, módico quando comparado com a diferença agora magnificada entre as taxas internas e externas de juros de curto prazo, ou seja, mantinha-se o incentivo para manter em reais os ativos financeiros domésticos de curto prazo⁹. Uma vez absorvidas essas mudanças, o país voltou a acumular reservas internacionais.

O Gráfico 4 mostra o comportamento da taxa de câmbio do real em relação ao dólar, indicando a apreciação ocorrida até março de 1995, bem como a minidesvalorização cambial aí adotada, seguida de uma sequência de minidesvalorizações no contexto das bandas cambiais deslizantes em vigor desde então. A partir de setembro de 1995, o Banco Central tem sistematicamente desvalorizado o real em relação ao dólar a uma taxa de mensal de 0,5/0,6% ao mês.

[INSERIR GRÁFICO 4: TAXA DE CÂMBIO]

Em junho de 1995, o governo editou a medida provisória da desindexação, abolindo o IPCr, e instituindo o regime de livre contratação salarial a partir de julho de 1995. Mais precisamente, nos acordos e dissídios coletivos anuais, que se realizassem a partir dessa data, seria devido apenas o resíduo do IPCr de 12 meses, entre julho de 1994 e junho de 1995, que ainda não houvesse sido repassado na data base anterior. Assim, por exemplo, uma categoria sindical com dissídio em outubro de 1995, teria direito ao IPCr de outubro de 1994 a junho de 1995, devendo negociar com o sindicato patronal eventuais compensações pela inflação ocorrida entre junho e setembro de 1995. Esta decisão (até hoje não transformada em lei pelo Congresso) marca uma ruptura histórica com o regime de indexação salarial introduzido a partir de 1964 pelo regime militar, supostamente destinado a substituir os conflitos sociais pelos cálculos aritméticos da inflação passada, mas do qual só resultou a institucionalização da inflação como forma de diminuir as disputas de rendas entre patrões e empregados¹⁰.

Consequências dos ajustes de política

Conforme se verifica no Gráfico 2, as medidas de ajuste adotadas tiveram pleno êxito em fazer reverter, a partir de abril, o repique inflacionário que vinha se manifestando no IPA-indústria.

As medidas adotadas em março de 1995 (adicionadas aos efeitos defasados dos compulsórios criados em dezembro de 1994) também tiveram êxito em reverter o déficit externo: conforme se verifica no Gráfico 5, a partir de junho de 1995 a balança comercial volta a apresentar superávits, numa situação que se mantém sob controle nos primeiros meses de 1996, período

⁹ Isto não necessariamente implicava a existência de um incentivo para transferir ativos financeiros de curto prazo de dólares para reais, pois as entradas de capitais para aplicações em renda fixa (ao contrário das saídas) foram taxadas com um IOF de 7% 'na cabeça'. As exceções a essa regra, entretanto, permitiram, até fevereiro de 1996, quando a maior parte dos vazamentos foi fechada pelo Banco Central, uma considerável entrada líquida de capitais para aplicação em instrumentos de renda fixa de curto prazo.

¹⁰ Sobre o regime de indexação salarial e suas consequências inflacionárias, veja-se M. H. Simonsen, 30 Anos de Indexação. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1995, especialmente os Capítulos 4 e 9.

tradicionalmente de baixo volume de exportação. Particularmente auspicioso é um aumento de 10% no valor das exportações nos primeiros cinco meses de 1996 em comparação com igual período do ano anterior.

[INSERIR GRÁFICO 5: BALANÇA COMERCIAL]

Junto com a reversão do déficit comercial, ocorre também uma reversão dos movimentos desfavoráveis da conta capital. Como consequência, como se vê no Gráfico 6, as reservas internacionais, que se haviam reduzido em cerca de US\$10 bilhões no primeiro semestre, mais do que recuperam suas perdas e crescem continuamente até atingir um valor de cerca de US\$55 bilhões no final do primeiro semestre de 1996.

[INSERIR GRÁFICO 6: RESERVAS INTERNACIONAIS]

As contrapartidas do êxito que se obteve no combate à inflação e ao déficit externo, manifestaram-se em pelo menos três áreas: na atividade econômica, na fragilidade financeira e no déficit público.

Conforme se indica no Gráfico 7, o PIB vinha crescendo a um ritmo crescente, desde o lançamento do Plano até o primeiro trimestre de 1995. O artocho creditício provoca não somente uma parada nesse crescimento, como uma queda no nível de atividade nos segundo e terceiro trimestres desse ano. A partir daí, a economia tende a se recuperar. Em março de 1996, face ao comportamento momo da economia no primeiro trimestre, o Banco Central promoveu uma nova rodada de levantamento das restrições ao crédito ao consumo. Projeções recentes para o PIB no restante de 1996 indicam uma forte retomada do ritmo de atividade econômica.

[INSERIR GRÁFICO 7: PIB TRIMESTRAL]

A reversão do nível de atividade no segundo semestre de 1995, associada ao aumento dos juros e dos salários, agravou a situação financeira de firmas que se haviam endividado ao longo do 'boom' dos doze meses anteriores, particularmente na agricultura, cujos preços se viram pressionados pela supersafra em 1995. Além disso, a apreciação do real e o aprofundamento da abertura ao exterior trouxeram dificuldades adicionais para firmas mais frágeis em setores particularmente afetados pela concorrência externa, como autopeças, brinquedos, couro e calçados, e têxteis. Cresceu, em consequência o volume de créditos em atraso ou em liquidação no sistema financeiro, bem como as concordatas e falências. A parcela dos empréstimos totais do sistema financeiro ao setor privado em atraso e em liquidação passa de 7,5% para 13,5%, entre dezembro de 1994 e dezembro de 1995¹¹. Para os bancos comerciais, as perdas com tais créditos vieram somar-se ao fim dos ganhos com os *spreads* inflacionários, que antes obtinham sobre os depósitos à vista, os títulos em cobrança e os depósitos de poupança retirados antes das datas de aniversário.

A fragilidade de parcela do sistema financeiro ficou patente quando o Banco Central, para parar uma corrida às agências, se viu na contingência de fechar o Banco Econômico em agosto de 1995. Foi quando se tomou a decisão tardia de instituir um sistema de proteção aos depósitos à vista, e de criar um programa de reestruturação dos bancos privados (PROER), viabilizando a transferência a novos proprietários dos passivos de bancos privados problemáticos, cuja falência poderia, a juízo da autoridade monetária, por em perigo a estabilidade do sistema financeiro. O PROER implicou uma transferência para o governo federal dos empréstimos problemáticos dos

¹¹. Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, 32(4), abril 1996, p.

bancos em dificuldades¹², mas em contrapartida permitiu que se restabelecesse um modicum de tranquilidade no sistema financeiro do país

Um terceiro impacto da política de juros elevados foi sobre o déficit público. Conforme se observa no Gráfico 8, no conceito operacional, o resultado consolidado do setor público passa de um superávit de 1,34 % do PIB em 1994, para um déficit de 4,99% do PIB em 1995, uma piora de 6,33 pontos percentuais do PIB. Três quartos dessa deterioração se deveram ao resultado primário, que passa de superávit de 5,16% do PIB em 1994 para apenas 0,37% em 1995, mas e também significativo o impacto da conta de juros, que aumenta de 3,82% para 5,36% do PIB entre 1994 e 1995, numa variação de 1,5 pontos percentuais.

[INSERIR GRÁFICO 8: DÉFICIT PÚBLICO]

O aumento do déficit em 1995 fez com que se interrompesse um processo de queda progressiva da dívida líquida do setor público como proporção do PIB, que se vinha manifestando desde o início da década, conforme se indica no Gráfico 9. Entre dezembro de 1994 e dezembro de 1995, a dívida líquida aumenta de 28,5 para 32,2 % do PIB. O gráfico também indica que, nos primeiros quatro meses de 1996, foi muito pequeno o aumento da dívida líquida. Isto se deve a que o déficit operacional neste quadrimestre foi bem menor do que ao longo de 1995, ou seja, 3,65% do PIB.

[INSERIR GRÁFICO 9: DÍVIDA LÍQUIDA]

Embora este resultado seja bem-vindo, ele deve ser contraposto ao fato de que a composição da dívida líquida tem-se tomado cada vez mais onerosa ao longo do tempo. Conforme se ilustra no Quadro 1, a dívida interna representada por títulos públicos federais era de 11,2% do PIB em dezembro de 1994 e passa sucessivamente para 16,3% do PIB em dezembro de 1995 e 19,6% do PIB em abril de 1996.

QUADRO 1
DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO COMO % PIB

Item	Dez'94 Dez'95 Abr'96 (% do PIB)		
	(1) Dívida líquida do governo federal	12,3	14,1
Dívida bruta	31,4	35,2	36,6
Interna	18,1	23,3	25,5
sendo: Tit. Públ. Fed.	11,2	16,3	19,6
Externa	13,3	11,9	11,1
Créditos	19,1	21,1	22,3
Internos	11,9	13,2	14,0

¹² O PROER empresta aos bancos problemáticos (que são colocados sob intervenção da autoridade monetária) a diferença entre o valor total dos passivos e o valor dos ativos bons desses bancos que são transferidos para os novos controladores. Como garantia desses empréstimos, são aceitos pelo valor de face, entre outros valores mobiliários, créditos securitizados contra o governo, com valor de mercado (mas não de face) menor do que a dívida mobiliária que é eventualmente emitida para enxugar a expansão monetária provocado pelos empréstimos feitos pelo Banco Central aos bancos sob intervenção.

	sendo: do Banco Central	5,3	6,9	7,5
	Reservas internacionais	7,2	7,9	8,3
(2) Dívida liq. gov. estad. e municip.		9,5	11,1	11,6
(3) Dívida líquida das estatais		6,7	7,0	6,8
Dívida líquida do setor público(1+2-3)		28,5	32,2	32,8
PIB (R\$ bilhões)		537,3	656,3	689,8

Fonte: Banco Central do Brasil

Os dados no quadro também permitem concluir que, do aumento de 8,4 pontos percentuais do PIB na dívida mobiliária do governo federal entre dezembro de 1994 e abril de 1996, apenas 2,0 pontos deveram-se ao déficit público federal acumulado no período, conforme indicado pelo comportamento da dívida líquida. Da diferença, 3,2 pontos são imputáveis à redução em outros tipos de dívida (em geral menos onerosas que a dívida mobiliária, tais como a base monetária e a dívida externa) e outros 3,2 pontos à aquisição de ativos financeiros pelo governo federal, na forma de créditos contra instituições financeiras nacionais públicas e privadas (2,2 pontos) e de reservas internacionais (1,1 ponto).

Avaliação e perspectivas

Embora o Plano Real tivesse tido um sucesso extraordinário nos seus seis primeiros meses de vida, parece hoje claro que a economia brasileira se encontrava numa trajetória explosiva quando o país foi atingido pela crise mexicana, tanto pelo desequilíbrio crescente entre demanda e produção, como pela contínua pressão dos salários sobre os preços. As causas dessas tendências eram múltiplas: a indexação dos salários, o déficit público, a apreciação do câmbio, a expansão do crédito ao setor privado.

O governo agiu inicialmente sobre a expansão do crédito e a apreciação do câmbio. Entre junho e dezembro de 1994, o crédito dos bancos ao setor privado havia crescido em 37%. Com as medidas de contração creditícia adotadas, esta expansão caiu para 21% no primeiro semestre, e apenas 6,5% no segundo semestre de 1995. Por sua vez, até dezembro de 1994, o câmbio se havia apreciado em 15% em termos nominais; a partir de março de 1995, essa apreciação é progressivamente corrigida com a introdução do regime de bandas cambiais deslizantes.

Quanto aos salários, o governo decidiu honrar os compromissos políticos assumidos quando da criação da LRV, que incluíam o reajuste pleno do funcionalismo em janeiro de 1994, o reajuste do salário mínimo para R\$ 100 em maio de 1994, e a manutenção da indexação salarial até junho de 1995. Foi somente a partir desta última data que medidas mais efetivas de desindexação puderam ser tomadas para deter a escalada dos salários nominais no setor privado.

No que se refere aos salários do funcionalismo público, ao salário mínimo e às aposentadorias, foi somente a partir de 1996 que medidas corretivas puderam ser adotadas: os salários do funcionalismo não foram aumentados em janeiro, conforme havia ocorrido em anos anteriores; em maio, o salário mínimo foi corrigido em 12% e não pela variação integral do INPC desde maio do ano anterior (aproximadamente 20%), e os benefícios da previdência social foram corrigidos em 15%, tendo como contrapartida a instituição de uma contribuição sobre as aposentadorias do setor público.

Este conjunto de medidas permitiu corrigir o desequilíbrio entre demanda e produção, conforme indicado pelo comportamento tanto da balança comercial, como da inflação a partir do segundo semestre de 1995. Com a queda da taxa de juros, a correção mais acentuada das tarifas e preços públicos e o não aumento do salário do funcionalismo, o déficit público reduziu-se para

3,65% do PIB até abril, no conceito operacional, e deverá situar-se no intervalo de 2,5 a 3,0% do PIB até o final do ano

Diversas questões de política econômica colocam-se daqui para a frente. Uma das principais é saber se a atual combinação de déficit público e desvalorização cambial é compatível com a manutenção da queda da inflação e do equilíbrio externo, especialmente num contexto de progressivo afrouxamento da política monetária, conforme necessário para trazer as taxas de juros para níveis compatíveis com a rentabilidade do capital na produção.

Déficit público e política cambial

Para analisar essa questão, cabe responder a seguinte pergunta: é a taxa de inflação *permitida* pelo atual ritmo de desvalorização cambial (de aproximadamente 7% a.a.) compatível com a taxa de inflação *requerida* no longo prazo para financiar - via imposto inflacionário - os níveis atuais de déficit público? Como se demonstra em apêndice, essa taxa requerida de inflação é dada pela seguinte expressão:

$$p = [G/PY - y(M+B)/PY](PY/M)$$

onde: p = taxa requerida de inflação
 G = déficit público operacional
 PY = PIB nominal
 y = taxa de crescimento do PIB real
 M = base monetária
 B = dívida pública onerosa líquida

Tomando os seguintes valores para 1996: $G/PY = 0,025$, $y = 0,04$, $(M+B)/PY = 0,33$, e $PY/M = 40,0$ (correspondendo a uma relação entre a base monetária e o PIB igual a 2,5%) . obtém-se uma taxa requerida de inflação de nada menos do que 47% a.a., claramente incompatível com o ritmo de inflação permitido pela atual política cambial.

A fim de reduzir a taxa requerida de inflação para o atual ritmo de desvalorização cambial, de 7% a.a., seria necessário, de acordo com a fórmula acima, trazer o déficit operacional de 2,5 para 1,5% do PIB. Enquanto isso não fosse possível, para manter a atual política cambial o governo precisaria contemplar um programa de privatizações que lhe rendesse 1% do PIB a.a., a ser utilizado exclusivamente no abatimento de sua dívida pública onerosa. Isto supõe que o déficit operacional se situe em 2,5% do PIB. Caso ele fique em 3,0% do PIB, o ritmo requerido de privatizações para abatimento da dívida seria igual a 1,5% do PIB.

Bens comerciáveis e não comerciáveis

A manutenção do equilíbrio externo relaciona-se à capacidade de a política de minidesvalorizações cambiais realmente comandar o processo inflacionário a curto prazo. Ou seja, da medida em que a taxa de inflação *observada* coincida com a taxa de inflação *permitida* pelo câmbio. Admitindo que, no contexto de uma economia aberta, os preços dos bens comerciáveis respondam ao comando da taxa de câmbio (questão que se considera no próximo item), o problema é saber se a evolução dos preços dos bens não-comerciáveis (tipicamente, serviços privados) converge para a dos bens comerciáveis. Caso contrário, estar-se-ia produzindo uma progressiva supervalorização cambial que terminaria por provocar um desequilíbrio externo insustentável.

Trata-se de uma questão empírica, que pode ser tratada do seguinte modo: divide-se o IPC da FIPE em quatro componentes: preços sazonais (alimentos e vestuário), preços controlados (incluindo, além dos serviços públicos, gasolina, álcool, remédios, fumo e mensalidades escolares), serviços privados (excluindo aluguel, tanto por seu comportamento peculiar, como pelas sabidas deficiências do índice da FIPE neste item), e bens comerciáveis (todos os demais).

O Gráfico 10 exibe o comportamento de três relações relevantes para o período que vai de janeiro de 1994 a maio de 1996: preços dos serviços privados/IPC-FIPE, preços dos bens comerciáveis/IPC-FIPE e preços dos bens controlados/IPC-FIPE. O gráfico ilustra de forma clara a progressiva divergência entre os preços dos bens comerciáveis e não-comerciáveis na fase inicial do Plano Real.

[INSERIR GRAFICO 10: PREÇOS RELATIVOS]

A partir de junho de 1995, os preços dos não-comerciáveis mantêm-se estáveis em relação ao índice geral. O mesmo no entanto não ocorre com os preços dos bens comerciáveis, que continuam a divergir do índice geral, a razão aparente para isso sendo que, a partir de junho de 1995, a defasagem até então observada nos preços dos bens controlados passa a ser corrigida de forma significativa. Ou seja, embora ainda não se possa dizer que os preços, de uma maneira geral, estejam sendo comandados pelo câmbio, é certo que se produziu uma convergência dos preços dos bens comerciáveis para o índice médio de preços, um ano após o lançamento do Plano.

Neste processo, abriu-se um fosso considerável entre os preços dos serviços privados e os dos bens comerciáveis: no período de janeiro de 1994 a maio de 1996, há um encarecimento de cerca de 50% dos primeiros em relação aos segundos. Tendo em vista a alta intensidade de uso de mão-de-obra dos serviços privados, essa mudança de preços relativos parece estar na verdade refletindo o maior poder de compra dos salários sobre os bens comerciáveis desde o início do Plano Real.

Ou seja, menos do que sugerir uma menor *atratividade* da produção de bens comerciáveis vis-à-vis os não comerciáveis - pois os serviços privados não são substitutos dos bens comerciáveis na produção -, que o movimento dos preços relativos acima assinalado pareceria estar indicando e uma pressão dos salários sobre as margens de lucro dos produtos comerciáveis.

Câmbio, competitividade e lucratividade

Antes de lidar com esta questão, é importante assinar que o raciocínio no item anterior supõe que se esteja lidando com um 'país pequeno', incapaz de afetar o preço em moeda estrangeira dos bens comerciáveis que produz. Trata-se de um suposto somente em parte aplicável ao Brasil, pela importância que produtos manufaturados diferenciados têm nas pautas de exportação e de concorrentes com a importação. Quando se lida com produtos comerciáveis diferenciados, a taxa de câmbio também pode afetar os preços relativos dos bens comerciáveis nacionais em relação a seus congêneres internacionais - isto é, sua *competitividade*.

No Gráfico 11, avalia-se a evolução da competitividade dos bens comerciáveis nacionais através do cômputo de uma taxa efetiva real de câmbio, onde os deflatores são, para o Brasil, o IPA-indústria, e para os parceiros comerciais, os respectivos índices de preços aos produtores (PPI). Movimentos ascendentes indicam uma desvalorização e descendentes, uma valorização da taxa de câmbio efetiva real¹³.

[INSERIR GRÁFICO 11: TAXA REAL DE CÂMBIO (IPA-IND)]

¹³ Agradeço a Dionísio Dias Carneiro o fornecimento da série de taxa real de câmbio.

O Gráfico 11 indica que, no primeiro semestre de 1994, houve uma significativa desvalorização do câmbio real; essa desvalorização é, entretanto, revertida desde a entrada do Real até fevereiro de 1995. A partir daí, com a mididesvalorização de março de 1995 e a subsequente adoção das bandas cambiais deslizando, o câmbio volta a desvalorizar-se em termos reais. A conclusão é, pois, que não se observa qualquer piora da competitividade dos produtos comerciáveis brasileiros desde a introdução do Real.

O problema é que essa manutenção da competitividade poderia estar sendo obtida às custas de uma perda progressiva da *rentabilidade* na produção de bens comerciáveis. Ou seja, poderia estar-se manifestando uma pressão sobre os custos dos produtos exportados e substitutos de importação, pressão essa não repassada aos preços devido à concorrência dos produtos estrangeiros, no país ou fora dele.

Para avaliar essa pressão de custos, tomaram-se duas séries: o valor da folha de pagamentos sobre o valor da produção na Pesquisa Industrial Mensal do IBGE e o total dos salários nominais sobre o total de vendas nominais da pesquisa industrial mensal da FIESP. Essas séries são apresentadas respectivamente nos Gráficos 12 e 13, tanto na forma bruta original como em forma dessazonalizada¹⁴.

[INSERIR GRÁFICOS 12 E 13: FOLHA PRODUÇÃO OU VENDAS]

Considerando apenas o comportamento dos valores dessazonalizados no período desde janeiro de 1994, tanto a série do IBGE como a da FIESP indicam uma forte pressão de custos até abril de 1994, que é entretanto totalmente revertida até agosto desse ano. A partir daí, as relações folha/valor da produção e folha/vendas aumentam continuamente até meados de 1995. Com o fim da indexação salarial e o desaquecimento da economia, ocorre um processo de reversão dessa pressão de custos em ambas as séries, a partir de julho de 1995. Os últimos dados observados, de fevereiro de 1996, situam-se em valores algo superiores àqueles vigentes antes do Plano, a saber, 6,7% mais altos do que a média de 1993 no caso do IBGE e 7,6% mais altos no caso da FIESP.

A conclusão dessa análise é que, embora continue a existir uma certa pressão dos custos salariais sobre a lucratividade das atividades industriais, ela é hoje substancialmente menor do que ocorria até julho de 1995 e parece estar em processo de contínuo arrefecimento.

¹⁴ Agradeço a Gustavo Gonzaga o acesso ao banco de dados do Grupo de Economia do Trabalho do Depto. de Economia da PUC-Rio, de onde foram retirados tanto os dados brutos como os dessazonalizados.

Uma Visão do Plano Real

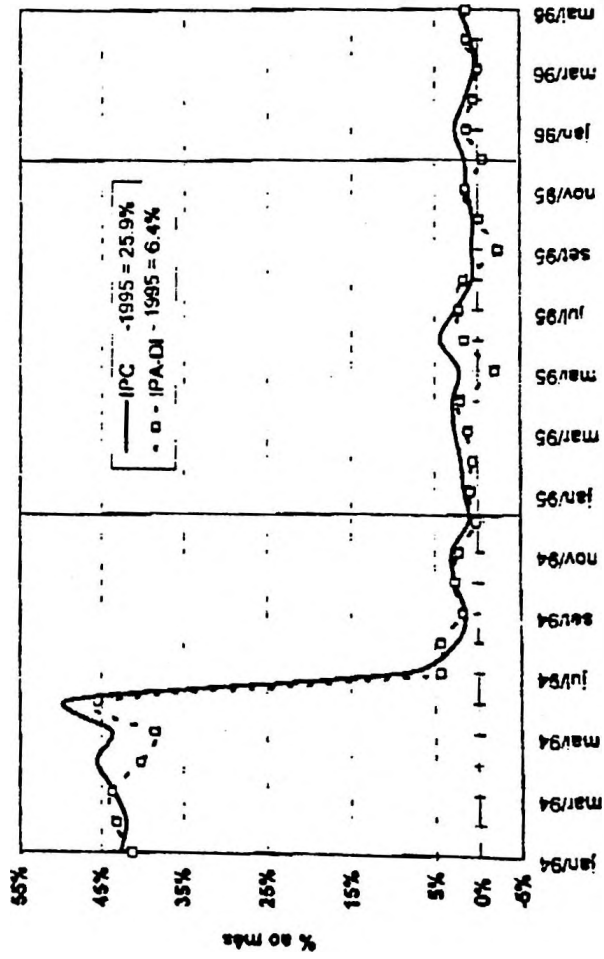
Junho 1996

Edmar Bacha

INFLAÇÃO

O maior sucesso do Plano Real é uma redução dramática das taxas de inflação, de 45% a.m. no primeiro semestre de 1994 para cerca de 1%a.m. atualmente.

Taxa de inflação mensal(%)

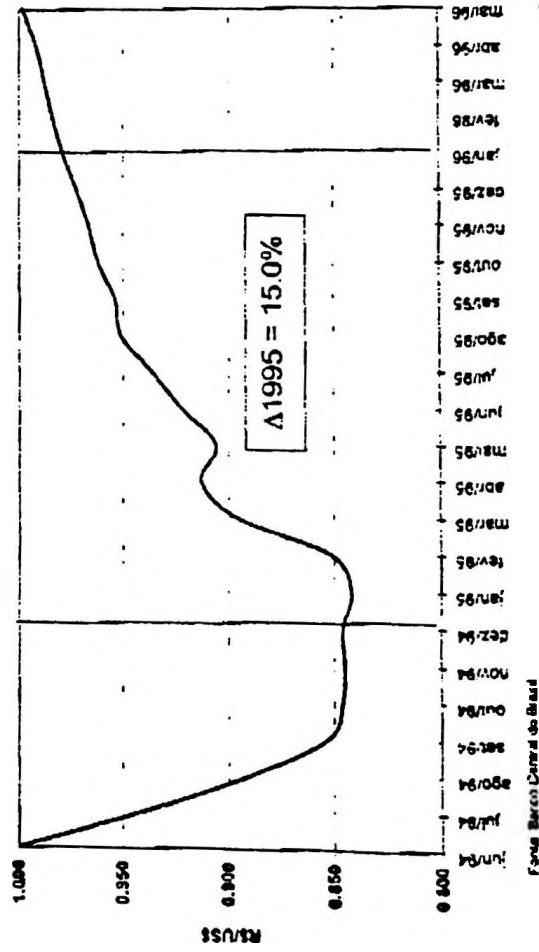


Fonte: Banco Central do Brasil

CÂMBIO

O Real está supervalorizado? De julho 1994 até fevereiro 1995, o Real apreciou-se em 15%. Uma desvalorização de 5% ocorreu em março 1995, acompanhada de maiores tarifas às importações. Desde outubro 1995, o Real está sendo desvalorizado a 0,5/0,6% a.m.

Taxa de Câmbio (R\$/US\$)
último dia do mês

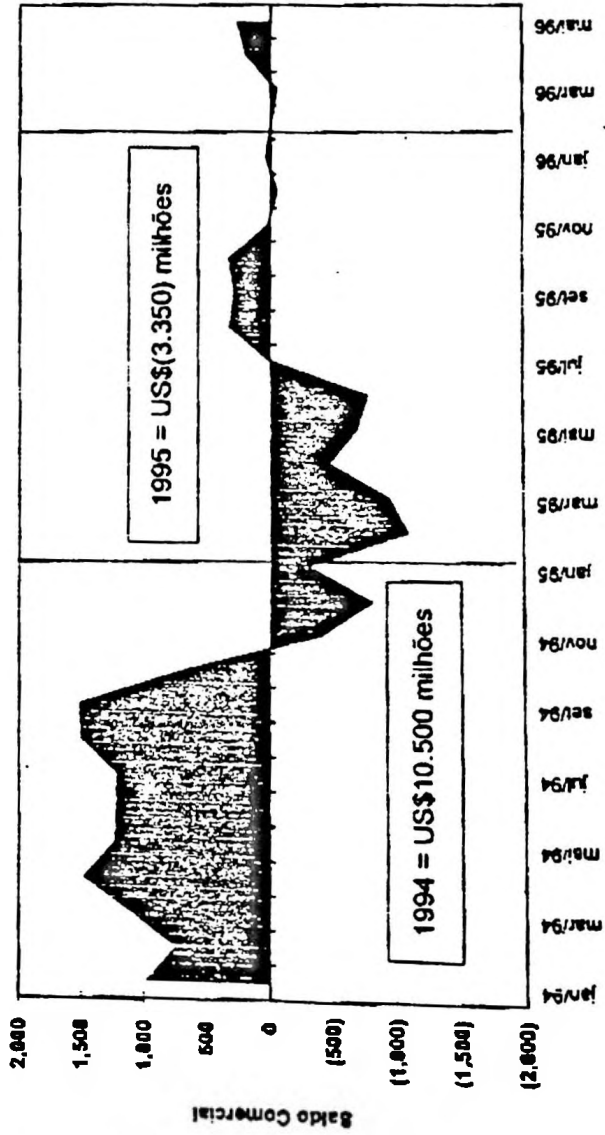


Fonte: Banco Central do Brasil

BALANÇA COMERCIAL

O comportamento negativo da balança comercial desde novembro 1994 refletiu um "boom" de consumo e a apreciação do Real. Desde julho 1995, a balança comercial está de novo em equilíbrio.

Saldo Comercial Mensal (US\$ milhões)

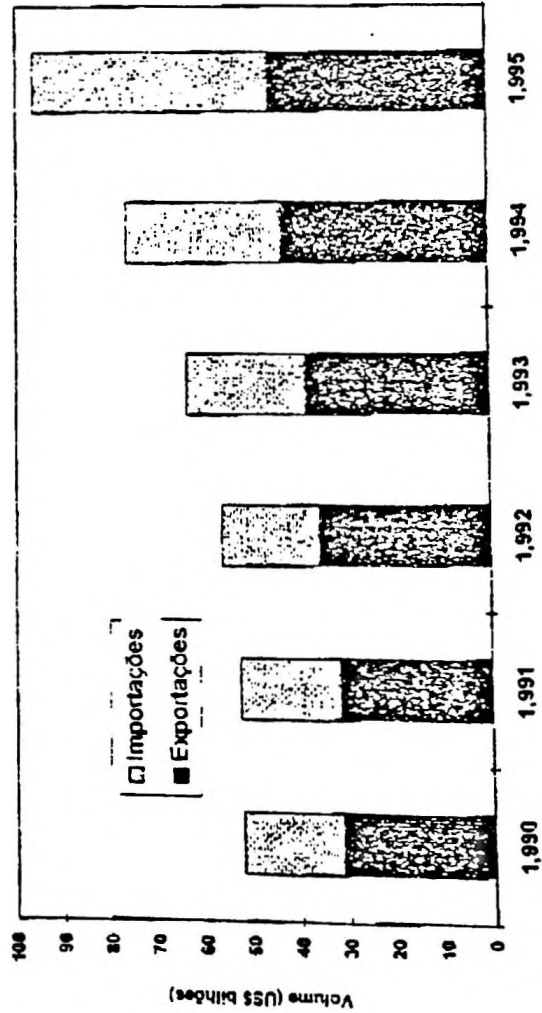


Fonte: Banco Central do Brasil

INTERCAMBIO COMERCIAL

A evolução recente da balança comercial ocorre num contexto de significativa abertura da economia brasileira desde 1990.

Brasil: Balança Comercial (US\$ bilhões)



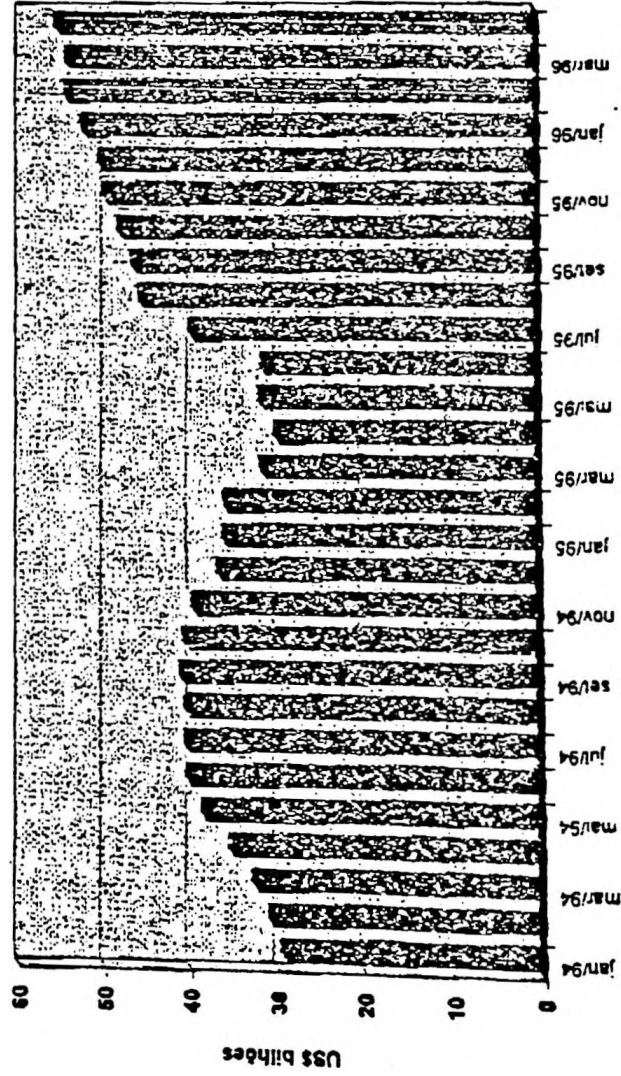
Fone: Banco Central do Brasil

RESERVAS INTERNACIONAIS

As reservas internacionais declinaram a partir do final 1994, sob o impacto do efeito Tequila. Uma forte recuperação ocorre desde junho 1995, sugerindo a sustentabilidade da atual política cambial.

Reservas Internacionais (US\$ bilhões)

Conceito Caixa - final de período

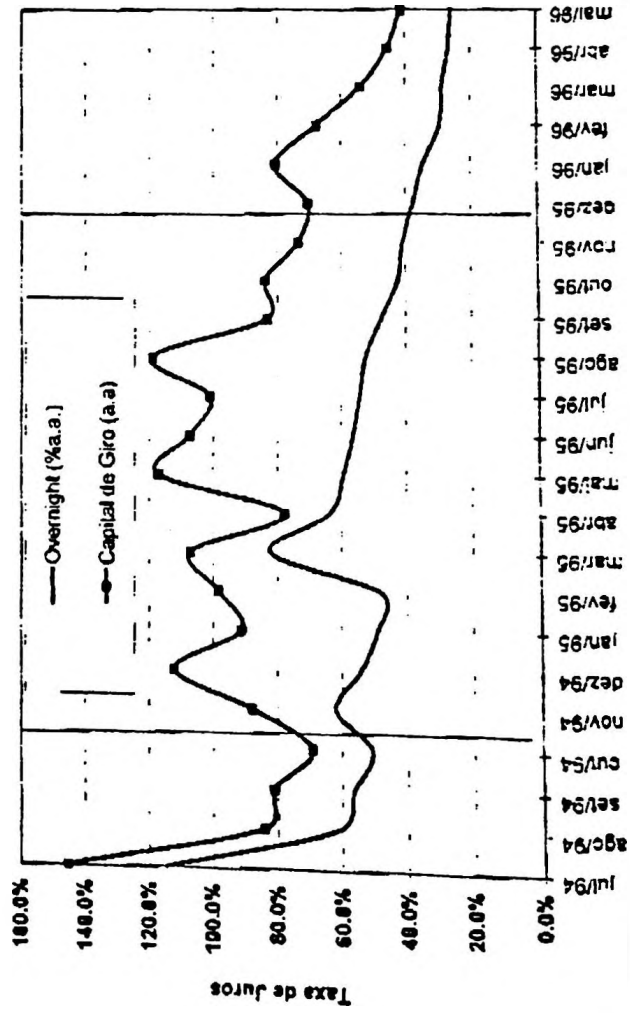


Fonte: Banco Central do Brasil

TAXA DE JUROS

Estão as taxas de juros excessivamente altas? Aperto creditício no primeiro semestre de 1995 desacelerou a economia e provocou a fragilidade financeira. As taxas de juros estão num curso descendente desde agosto de 1995.

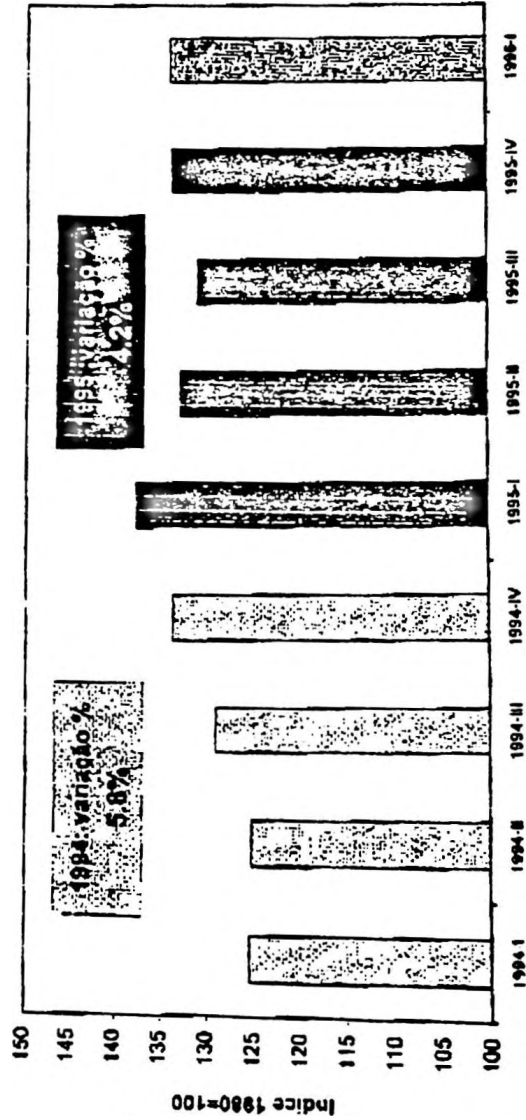
Taxa de Juros (% a.a.)



CRESCIMENTO DO PIB

A economia superaqueceu-se após o lançamento do Real. O aperto monetário no primeiro semestre de 1995 gerou uma recessão nos segundo e terceiro trimestres de 1995. A economia está agora crescendo moderadamente. Isto sugere a adequação da atual política monetária.

PIB Trimestral (1980=100)
Dessazonalizado

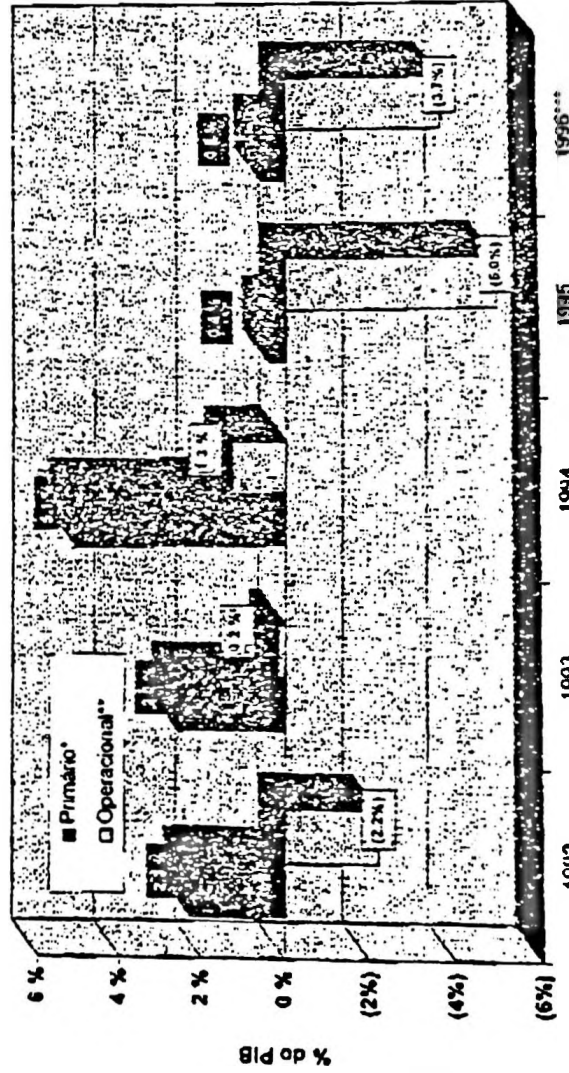


Fonte: IBGE

CONTAS DO SETOR PÚBLICO

Falta de ajuste fiscal? Salários e aposentadorias mais altas, e juros também mais altos, aumentaram o déficit em 1995. Em 1996, taxas de juros mais baixas e o não aumento dos salários do funcionalismo estão contribuindo para reduzir o déficit.

Superávit/ Déficit do Setor Público
(% do PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil

* Exclui despesas com juros

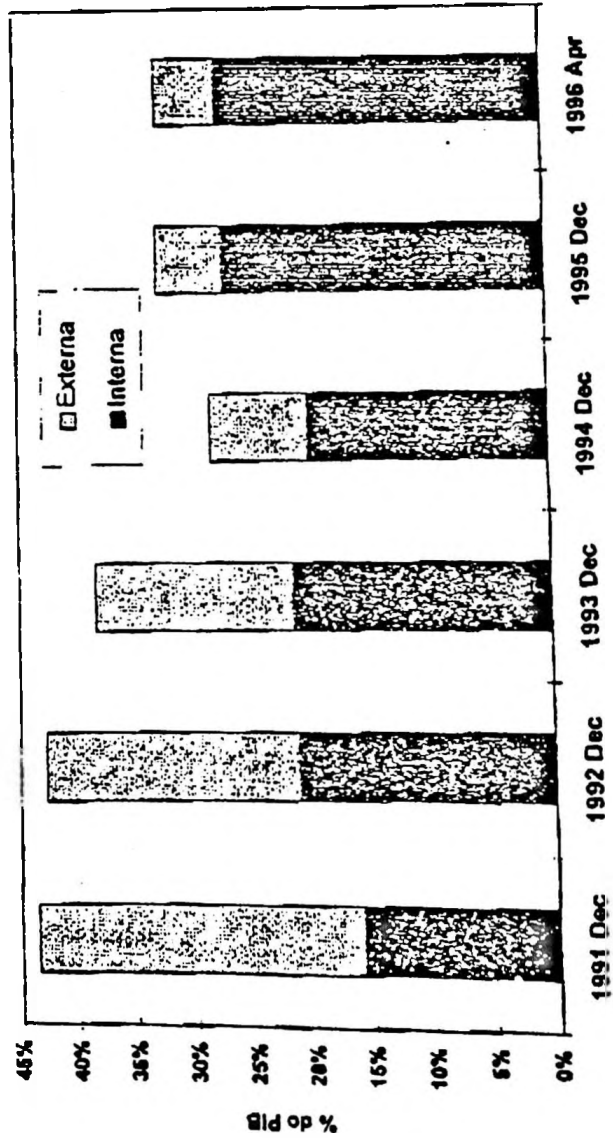
** Inclui despesas com juros reais

*** Janeiro a abril 1996

ENDIVIDAMENTO PÚBLICO

Apesar do déficit em 1995, a dívida líquida do setor público ainda é baixa e não está aumentando como proporção do PIB em 1996.

Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB)



CONCLUSÃO

O Plano Real pode sustentar-se com as atuais taxas moderadas de crescimento. Para alcançar taxas mais elevadas de crescimento, são necessários ajustes estruturais adicionais:

- aprovação das demais reformas constitucionais no Congresso (previdência, funcionalismo, reforma fiscal, leis do trabalho)
- aprovação de nova regulação dos setores elétrico, de telecomunicações, ferrovias e petróleo.
- aceleração do programa de privatizações.

