

O PLANO REAL E A QUEDA DA INFLAÇÃO

*Cristian Andrei**

1 Introdução

Lê-se freqüentemente que o plano Real está ameaçado pela falta de “fundamentos”. Por outro lado, a inflação está cada vez mais baixa, e não se encontram, entre os que temem pela falta de fundamentos, previsões de que vá subir nos próximos anos. Neste ensaio, procura-se examinar como os textos “oficiais” (Brasil, 1993, 1994 ; Cardoso , 1995 ; Franco , 1993a, 1993b, 1995, 1997) sobre o plano Real interpretam seu paradoxal sucesso e avançar algumas hipóteses para explicar a estabilidade dos preços apesar da inexistência dos ditos fundamentos. Também se pretende sumariar alguns dos limites e implicações da estratégia de estabilização do plano Real (Tavares, 1997 ; Fiori, 1997 ; Coutinho e Belluzzo, 1996).

Quanto à primeira questão, pode-se mostrar que os textos oficiais montaram uma versão estereotipada do processo de estabilização que, entre outras características, maximiza o proveito político tanto do sucesso obtido até agora quanto de fragilidade que ainda persiste. A mensagem é a de que a estabilização é um ser cuja consolidação depende dos cuidados de seus criadores e da concretização da agenda de reformas liberais do Estado.

A hipótese principal para a segunda questão é a de terem sido as mudanças do início dos anos noventa, decorrentes da submissão da economia brasileira à globalização dos fluxos financeiros e comerciais, que proporcionaram, dois anos antes da introdução da nova moeda, tanto os “incentivos” quanto os meios suficientes para a implementação do Real e a posterior estabilização dos preços. Sob essa hipótese, o plano Real deixa de ser visto como o “divisor de águas” entre uma situação hiperinflacionária e um quadro de estabilidade, como sugere a versão oficial, e passa a ser considerado como o momento mais marcante de um processo de estabilização que começara alguns anos antes e que depende, em última instância, da conjuntura externa.

A organização do texto é a seguinte: O segundo item traz uma discussão do diagnóstico e da receita de estabilização presente nos textos “oficiais”. O item três examina as medidas do plano Real. Procura-se também cotejar as medidas efetivamente tomadas com as receitas de estabilização que eram propostas na época. Aborda-se, ainda, o desempenho do plano, sobretudo em seus primeiros meses, de meados de 1994 até o segundo trimestre de 1995. Procura-se mostrar que, a julgar pelo teor das medidas tomadas, pelo movimento dos preços e pelos efeitos da crise do México, teria sido fácil explicar um eventual fracasso do Real em seu primeiro aniversário. Como a história foi diferente — apesar de suas “evidentes falhas de concepção e implementação”, o plano Real, no que diz respeito à estabilização dos preços, persistia obtendo sucesso — cabe investigar quais fatores efetivamente derrubaram a inflação e a mantiveram baixa, e em queda, desde então. As mudanças na dinâmica da inflação ocorridas após a submissão do País à globalização financeira são esboçadas no item quatro. Coloca-se a hipótese de que as aberturas comercial e financeira e a volta dos fluxos de recursos externos voluntários ao País induziram modificações relevantes tanto na gestão monetária (ou seja, a fixação das taxas de juros e câmbio pelo Bacen) quanto nos padrões de gestão e de formação de preços das empresas brasileiras, e que essas modificações foram decisivas para a queda da inflação.

* Técnico da Fundap/leap. Versão resumida e modificada de um texto a ser publicado no volume “Gestão Estatal no Brasil - o governo FHC”, em preparação pela Fundap/leap.

No item final procura-se apontar algumas implicações e limites da estabilização. Em primeiro lugar, argumenta-se que a estabilidade de preços no Brasil é intrinsecamente dependente da manutenção do financiamento externo. Em segundo lugar, questiona-se se o tipo particular de estabilidade proporcionado pela globalização não implicaria subordinar a política econômica e as forças produtivas a padrões de conduta que não favorecem a melhora das condições de vida da maioria da população. Não se quer dizer que a estabilidade de preços não seja um bem em si, mas que a estabilização dos preços no Brasil parece ter sido um dos únicos itens bons de um pacote que traz, indissociados, diversos problemas sérios.

2 Diagnóstico oficial da inflação e receita do plano Real

No início da gestão de Fernando Henrique Cardoso no Ministério da Fazenda, em junho de 1993, o governo lançou o Programa de Ação Imediata, e nele divulgou seu diagnóstico da inflação. Apontava-se o desequilíbrio fiscal como causa fundamental da inflação crônica no Brasil¹. Reconhecia-se também um componente inercial na inflação, caracterizado pela espiral salários-preços, que deveria ser neutralizado. Mas “fica claro que não basta um truque cambial (...) para reduzir a inflação... Pois, com a taxa de inflação (baixa), o déficit fiscal seria muito maior que o imposto inflacionário e, portanto, a inflação se aceleraria” (Bacha, 1994, p.12). A mesma idéia, com as implicações mais claramente expostas, foi publicada por G. Franco, quando já era diretor do Banco Central:

“Sobre a proposição de que o ajuste fiscal deve preceder a estabilização, basta... imaginar que o governo perpetra algum ‘truque de ancoragem’ e consegue reduzir a inflação a zero... Imediatamente aparece um enorme rombo nas contas públicas, pois a receita pouco se modifica e a despesa não sofre mais o ‘efeito sorvete’. O governo desanda a emitir moeda e títulos, a economia se superaquece e, diante da falta de credibilidade inevitavelmente associada a esta tentativa de embuste, a inflação se acelera rapidamente enfunada por apostas (justificadas) na insustentabilidade do mecanismo de ancoragem. Claramente, se não houver ajuste fiscal antes da estabilização, ela fracassará de forma rápida e retumbante. Não vejo, em conclusão, condições econômicas objetivas para qualquer truque antes de um completo e contundente esforço de ajuste fiscal” (Franco, 1993a).

Em um artigo acadêmico, também de 1993, Franco formula sua receita: Primeiro um ajuste fiscal efetivo, em seguida a introdução de um mecanismo de coordenação de expectativas, “para induzir a indexação pelo dólar em economias onde esta não avançou espontaneamente”, e por fim a criação de uma nova moeda conversível ou a ancoragem da moeda na taxa de câmbio, que seria mantida estável com base em reservas cambiais elevadas e com o auxílio de “juros reais na lua para as aplicações não-dolarizadas”. Mas adverte Franco:

“(dados os) altíssimos riscos se (políticas desse tipo forem) executadas sem uma correção prévia dos fundamentos, o país deve necessariamente dedicar-se à construção das precondições para uma iniciativa conseqüente, e apenas depois de frutificar esse esforço é que se deveria pensar em iniciativas contundentes de estabilização (FRANCO, 1993b, grifos originais).

¹ O diagnóstico de Bacha (1994), que inspirou o documento oficial, parte da constatação empírica de que a inflação, ao corroer as despesas entre a data do orçamento e a data do gasto, ajudava a reduzir o déficit. Transforma esse fato em uma teoria que explica a inflação e seu tamanho pela existência e dimensão do déficit *ex-ante* no orçamento. O papel da inflação — e portanto sua causa — seria corroer o valor real das despesas programadas no Orçamento, até torná-lo compatível com a arrecadação.

Como se sabe, o plano de estabilização apresentado em dezembro de 1993 encampou o diagnóstico e a receita mencionados acima (Brasil, 1993). O desequilíbrio fiscal embutido no orçamento proposto para 1994, superior a 20 bilhões de dólares, era identificado como o motivo pelo qual o país permanecia “preso ao mecanismo de pressão por moeda indexada, que mantém uma inflação superior a 35 por cento mensais”. As primeiras medidas seriam destinadas a eliminar este déficit potencial de 1994 e facilitar o equilíbrio orçamentário de 1995. Para tanto, propunham-se cortes de 13 bilhões de dólares no orçamento de 1994; a criação de um Fundo Social de Emergência a vigorar por dois anos (Brasil, 1993, 1994); a revisão constitucional, abrangendo o federalismo fiscal, o processo orçamentário, o sistema tributário, a gestão de funcionários públicos e a Previdência; e a aceleração das privatizações. Em seguida ao ajuste fiscal o plano previa “a criação de um padrão estável de valor...; e a emissão desse padrão de valor como uma nova moeda nacional...” (Brasil, 1994).

Cabe agora relacionar os primeiros elementos da versão oficial sobre o sucesso do real: 1 - a inflação era um mal que vinha se agravando cada vez mais. Embora os documentos oficiais mencionem os termos “inflação crônica” e “inflação altíssima”, Franco (1997) defende com veemência que o País estava efetivamente mergulhado na hiperinflação; 2 - esse mal era provocado por um único agente, o governo, que gerava o déficit público; 3 - a situação prejudica o povo, principalmente pela piora na distribuição de renda (toda a culpa sendo atribuída ao “imposto inflacionário”), que no entanto se enganava com a indexação de salários, a caderneta de poupança e outros paliativos; 4 - a sociedade havia perdido a capacidade de reação, pois estava viciada em anestesias como a indexação salarial e a moeda indexada, o que dificultava o combate ao mal; 5 - era preciso cortar o mal pela raiz, e depois retirar os mecanismos do vício; 6 - isso traria uma melhora definitiva à vida do povo.

Adiante veremos como essa versão se completa e como cada um dos pontos pode ser questionado.

3 O plano Real

As primeiras medidas do plano de estabilização deveriam atacar o déficit público. No segundo semestre de 1993, antes da divulgação do plano de estabilização, o governo tomara algumas medidas nesse sentido². Entretanto, a principal medida prévia foi, em setembro de 1993, um forte aumento das taxas de juros. Esse movimento produziu um aumento rápido e forte das reservas internacionais, que já estavam bastante reforçadas. A intensa aquisição de moeda estrangeira pelo Bacen, associada a essa iniciativa, trouxe os conhecidos custos fiscais, de ampliação da dívida pública e aumento da carga de juros do setor público.

O Fundo Social de Emergência foi aprovado em fevereiro de 1994, como uma emenda constitucional que, essencialmente, reduziu o grau de vinculação das receitas tributárias. Naquela altura, contudo, já ia ficando claro que o ajuste das contas públicas continuaria importante para o discurso e para a estratégia de longo prazo, mas que não se poderia contar com boas condições fiscais para se desencadear a estabilização. Primeiro, porque prosseguia a política de juros altos, aquisição de reservas e emissão compensatória de dívida pública. Segundo, com a aproximação das eleições gerais, era importante que a inflação já estivesse baixa poucos meses após a aprovação do FSE, o que impedia que a “construção dos fundamentos” (via revisão constitucional) e a reversão das expectativas em relação ao financiamento público estivessem avançadas antes do ataque final contra a inflação.

Aprovado o FSE passou-se à etapa seguinte: a criação da Unidade Real de Valor

² Destacam-se cortes de gastos do orçamento de 1993; renegociação de dívidas dos estados e municípios; e a criação do Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira.

(URV) e a administração da adoção dessa nova unidade de conta pelos diversos setores da economia. As circunstâncias de implementação da URV serão detalhadamente examinadas a seguir.

De acordo com o que se afirmava na Exposição de Motivos do plano FHC (Brasil, 1993), a URV seria criada para instaurar “um processo gradual e natural de utilização facultativa e livre de uma unidade de conta superior.” Segundo a formulação oficial, a URV teria os seguintes objetivos:

1. “reduzir a memória que a indexação introduz no processo inflacionário” (Brasil, 1993, item 115). Para isso, a URV teria duas características: (i) seu valor seria corrigido em intervalos curtos (diariamente); (ii) a correção seria feita “com base na melhor estimativa da inflação corrente”. A correção pela inflação corrente teria dois efeitos. O principal era o de desvincular os contratos da inflação passada — o que seria importante quando a inflação caísse. O segundo era o de proteger melhor o valor dos contratos enquanto a inflação ainda estivesse subindo. Isso, de acordo com as autoridades, tornaria a URV “uma unidade de conta superior” e facilitaria a sua “utilização livre”. Reconhecia-se, porém, que o primeiro efeito poderia provocar o aumento da inflação: “a indexação contemporânea torna a economia muito mais suscetível à rápida aceleração dos preços se pressões altistas ainda estiverem presentes ou vierem a aparecer”. Por isso, segue o documento, “a adoção da unidade de referência corrigida pela inflação corrente deverá... estar subordinada à convicção de que o processo de reorganização fiscal está suficientemente avançado para ser percebido como irreversível” (item 119).
2. O segundo objetivo era “reduzir as distorções no sistema de preços relativos”, ao uniformizar o padrão de valor. Embora todos os agentes já estivessem (ou assim se supunha) indexando seus preços ou contratos, as frequências, as datas e os índices de reajuste eram heterogêneos. Essa heterogenia implicava uma dispersão marcante dos preços a cada instante. Não apenas isso: segundo o diagnóstico oficial, a dispersão tendia a aumentar e a conduzir o sistema de preços rumo ao caos (veremos adiante que não era bem assim). Naquela situação, uma queda repentina da inflação deixaria alguns preços “no pico” e outros no “vale”, abaixo de sua média real. Esses descompassos trariam pressões inflacionárias na medida em que os preços “defasados” buscassem se recuperar. Na E.M. fica claro qual seria o novo padrão de valor: “o Banco Central utilizará sua melhor estimativa de inflação... da mesma forma que o faz para balizar sua atuação no mercado de câmbio... e se disporá a vender dólares... de acordo com a cotação da URV” (itens 121 e 125). A redução das distorções de preços relativos seria conseguida, portanto, por meio da adoção generalizada — ainda que gradual e espontânea — da evolução *diária* do dólar como padrão de cálculo de preços.

Podemos agora acrescentar outros elementos à versão oficial. Continuando a lista: 7 - o plano Real, calcado na URV era inovador e original; 8 - a URV permitia reorganizar o comportamento da sociedade de forma livre, gradual e privadamente pactuada.

A URV foi criada em março de 1994 com características e em condições diferentes das expostas no plano FHC. Vejamos quais foram essas diferenças, que ajudam a esclarecer o papel da URV no processo de estabilização. Em primeiro lugar, quanto às condições em que se encontrava a economia no momento da criação da URV, ressaltam duas diferenças em relação ao plano oficial:

1. As medidas fiscais não tinham produzido a “garantia do equilíbrio fiscal sustentado” e nem mesmo haviam conseguido melhorar as expectativas dos agentes a respeito das finanças públicas.
2. Os contratos e preços não estavam todos indexados de acordo com a inflação passada, conforme supunha o plano. Desde que os controles de preços foram liberados, em 1991, as empresas adotaram, como já procuravam adotar antes, padrões de conta superiores à indexação defasada, e já procuravam aumentar seus preços de acordo

com estimativas da inflação corrente. Ademais, como se discute adiante, as diferenças entre práticas de formação de preços dos diversos segmentos da sociedade não eram fortuitas ou apenas fruto da desorganização do sistema de preços. Para os formadores de preços do setor privado, em particular, a URV não era um padrão de preços superior ao que vinham adotando. Por isso, eles poderiam não ter interesse em mudar de padrão.

Quanto às características da URV, também houve duas diferenças em relação ao que fora anunciado em dezembro:

1. A regra de correção da URV não garantia que ela acompanhasse a inflação corrente, até porque a inflação corrente só viria a ser conhecida depois da fixação da URV. Na prática, tanto a URV quanto o dólar eram ajustados de acordo com a evolução da média de três índices de preços (IPCA-E, IGP-M e IPC-Fipe da terceira quadrissemana de cada mês). Estes índices mediam a evolução dos preços com uma defasagem de cerca de dez dias, e portanto a URV tinha essa mesma defasagem em relação à inflação corrente. A URV sofria, assim, um desgaste em seu valor real sempre que os preços estivessem acelerando, e não podia ser considerada como um padrão de valor estável ou superior aos demais.
2. A adoção da URV para os salários foi compulsória e imediata, não livre e gradual. A conversão compulsória dos salários em URV não se deveu ao temor de que os trabalhadores fossem preferir o método anterior de correção, pois a URV efetivamente dava um grau de proteção maior do que a regra vigente. O motivo foi que os formuladores do plano impuseram uma forma de conversão do padrão antigo (moeda nacional) para o padrão novo (URV) que era fundamental para “romper a espiral salários-preços”, e que poderia descontentar os trabalhadores: a conversão pela média real prévia (dos quatro meses anteriores).

Vejamos o que essas diferenças podem significar. A URV fora apresentada como um instrumento inovador e que mudaria, espontaneamente, os padrões de formação de preços da economia. A URV seria capaz de assumir, por suas próprias qualidades, uma das funções tradicionais do dinheiro, a de unidade de conta e padrão de preços. A própria Medida Provisória explicitava esse caráter monetário da URV. Se fosse bem-sucedida nessa tarefa, a URV transmitiria essa função ao seu sucessor, o real. Contudo, quando foi efetivamente criada, nem a URV reunia as características que, segundo a formulação inicial, a qualificariam para o papel — pois não acompanhava a inflação sem defasagem e não era superior aos métodos de fixação de preços usados pelo setor privado — nem a economia oferecia as condições para que a URV funcionasse a contento, dado que as expectativas a respeito da situação fiscal não haviam melhorado significativamente.

Nesse contexto, das duas uma: ou a URV estava fadada ao fracasso ou o seu sucesso estaria apoiado em outros fatores, diferentes dos propostos pelas autoridades. A hipótese aqui aventada favorece a última alternativa. A URV não fracassou, mas foi bem-sucedida — em assumir e transmitir ao real a função de padrão de preços e unidade de conta — por *não* ter sido um instrumento tão inovador e alterador dos processos de formação de preços quanto o plano FHC fazia crer, por não depender de condições fiscais favoráveis e por não ter sido livre e gradualmente introduzida.

O principal risco da URV era o de não ser adotada. Como era um indexador defasado, um agente que decidisse converter o preço de seu produto em URV e mantê-lo fixo em URV estaria sujeito a “ficar para trás” em relação ao ritmo verdadeiro de aumento de preços. O agente não teria porquê fazer isso, a não ser que fosse obrigado, que não tivesse um meio superior para estimar o “ritmo verdadeiro” dos preços, ou que já estivesse fazendo algo parecido antes. Quanto aos salários, a adoção foi compulsória. Quanto aos preços, a URV foi amplamente adotada na indústria. Já em abril, a grande maioria dos preços industriais estava convertida em URV. Provavelmente isto ocorreu por dois motivos: primeiro, o fato de os salários terem sido compulsoriamente convertidos logo no início, o que facilitava sua adoção para os reajustes de preços.

Segundo, as empresas já tinham “urvizado” seus preços bem antes da criação da URV, como vimos acima. O ponto é que as condições para a adoção da URV pelas empresas privadas estavam, em grande medida, dadas, como procuraremos discutir adiante.

Já que a URV foi adotada, o segundo risco era o de provocar uma enorme aceleração da inflação, dado que qualquer pressão inflacionária se propagaria muito rapidamente numa economia com indexação diária. Isso tampouco ocorreu, provavelmente pela associação de dois fatores. Primeiro, porque a URV estava adequada às práticas vigentes de formação de preços. Segundo, os níveis de preços também ajudaram. Há Indicações de que as margens de lucro na maioria dos setores estavam altas em comparação com as taxas históricas, em decorrência da forte aceleração de preços ocorrida antes de 1992 e dos cortes de custos, principalmente salariais, que vinham sendo feitos (Andrei, 1996). Mesmo que alguns setores não estivessem nesta situação confortável, para muitos deles o nível de preços em dólares era o possível, em vista das condições de mercado³.

Coloca-se, portanto, a hipótese de que a URV foi bem sucedida em sua função monetária de medida de valor e padrão de preços na medida em que (i) converteu os salários pela média compulsoriamente; (ii) sancionou e aprofundou uma tendência já presente na economia, a da dolarização, feita de forma ordeira, dos preços de bens industriais; (iii) foi introduzida em um contexto em que o sistema de preços estava se afastando da hiperinflação e diminuindo sua dispersão, ao contrário do que sugere a versão oficial, justamente por causa de uma tendência à dolarização “organizada”, que procuraremos definir melhor adiante.

Após a adoção da URV a inflação não explodiu. Em comparação com os saltos verificados às vésperas dos planos anteriores, a aceleração da inflação antes da entrada do real foi notavelmente fraca. Houve altas expressivas de alguns preços, mas os preços de bens tipicamente industriais não tiveram uma tendência clara de aceleração e subiram, em média, 1% a 2% ao mês a mais do que a URV (no IPC-Fipe).

3.1 O lançamento da nova moeda e os resultados iniciais

Às vésperas do Real, com o conjunto dos preços, salários e tarifas públicas convertidos à URV, a inflação em Cruzeiros Reais perdia grande parte de sua relevância, passando a ser importante a inflação em URV, que estava entre 2% e 3% ao mês. Essa tenderia a ser a ordem de grandeza da inflação inicial na nova moeda no momento de sua introdução.

A simples introdução do Real, contudo, não acrescentava nenhuma garantia de que a inflação permaneceria baixa daí em diante. A própria Exposição de Motivos reconhecia isto:

Com o processo de reorganização fiscal avançado, ter-se-á garantia de que o Governo não precisará recorrer à emissão de moeda ou quase-moeda de qualquer espécie para se financiar. Neste momento, (...) estando asseguradas as condições necessárias, será feita uma reforma monetária para introduzir uma moeda forte e estável. (Brasil, 1993).

A julgar por esse discurso, o plano Real deveria ter esperado mais para entrar em sua terceira fase. Politicamente, contudo, não era possível esperar além do final do primeiro semestre de 1994. O real foi lançado se estarem “asseguradas as condições necessárias”.

As autoridades apresentavam quatro conjuntos de medidas para garantir a manu-

³ Foi o caso dos eletro-eletrônicos e dos têxteis, por exemplo, entre os primeiros a serem atingidos pela abertura da economia.

tenção da inflação baixa após a introdução da nova moeda: “âncora fiscal”, política monetária rígida, política de preços e rendas e “âncora cambial”. Como veremos, a combinação efetiva de fatores que garantiram, já no final de 1994, uma perspectiva de queda progressiva da inflação foi bastante diferente da receita apresentada pelas autoridades.

A “âncora fiscal” resumiu-se a uma “trégua” que prevenia o plano de sofrer com um eventual desgaste mais profundo das expectativas acerca do quadro fiscal. A política monetária seria, no discurso, guiada por rígidas metas de expansão monetária. Voltadas para impactar as expectativas, criando a imagem de um compromisso rígido da gestão da moeda, na prática essas metas não tiveram muita importância. O ponto importante da política monetária foi a manutenção de taxas de juros reais bastante elevadas, que continuaram atraindo recursos externos.

A política de preços e rendimentos contribuiu com duas medidas: o congelamento das tarifas públicas e, mais importante, um processo de desindexação salarial, que, devido a um acordo entre o governo e o Congresso, iria se estender por um ano. Seus frutos foram a neutralização das recorrentes discussões sobre as “perdas passadas” e o fim das cláusulas de reajuste automático de salários, fora da data-base⁴.

A “âncora cambial” foi lançada com força: aproveitando o influxo positivo de divisas, o Banco Central retirou-se do mercado de câmbio, abstando-se de adquiri-las, mas garantindo que, caso o fizesse, o preço máximo seria de um real por um dólar. Com isso, a cotação do dólar caiu de R\$ 1,00 (ou, mais precisamente, de 1URV) para cerca de R\$ 0,83, entre julho e outubro de 1994. Ao mesmo tempo, aprofundou-se a abertura comercial e em várias ocasiões reiterou-se a sinalização de que a mesma permaneceria firme.

A inflação permaneceu bastante reduzida no segundo semestre de 1994 e, ao mesmo tempo, as expectativas de inflação foram melhorando. No início de dezembro de 1994, na véspera da crise mexicana, as perspectivas para a inflação eram favoráveis. A partir da eclosão da crise mexicana, contudo, a situação pareceu mudar. Entre dezembro de 1994 e fevereiro de 1995, embora a inflação tenha desacelerado para uma média de 1,1% ao mês, o seu núcleo, que havia caído notavelmente, acelerou-se de 0,9% para 2,2% ao mês (IPC-Fipe)⁵. Naquele momento, o plano Real estava morto, na opinião de muitos analistas. Se não o plano inteiro, ao menos a “âncora cambial”.

Um fracasso do plano Real naquele momento não teria surpreendido a maioria dos analistas das várias correntes. Por exemplo:

A crise mexicana de dezembro de 1994 ensinou (que) déficits externos em conta corrente além de 2% do PIB não são sustentáveis por muito tempo... É inútil argumentar que somos diferentes dos mexicanos. Os erros foram os mesmos, só que o Brasil teve a sorte de não poder cometê-los por tanto tempo... Não há razão para supor que o plano Real fracassou com a perda da âncora cambial. O equilíbrio fiscal, ainda que precário, o relativo controle monetário e o desmonte da indexação a curto prazo asseguram a continuidade do plano. O necessário é reforçar as duas âncoras básicas de qualquer programa de estabilização, a fiscal e a monetária. (Simonsen, 1995).

Como se sabe, as “âncoras fiscal e monetária” não foram firmemente reforçadas nos dois anos que se seguiram, mas a inflação caiu consistentemente: dos 2,3% ao mês do segundo trimestre de 1995, recuou para 1,4% ao mês nos nove meses

⁴ Houve aumentos expressivos de salários, porém negociados caso a caso, sem indexação automática.

⁵ O núcleo da inflação é definido neste trabalho como o conjunto de preços que está livre de influências sazonais marcantes ou da interferência do poder público. É constituído pelos bens industriais, exceto alimentos, vestuário e combustíveis, e pelos serviços prestados pelo setor privado.

seguintes, 1% ao mês no terceiro trimestre de 1996 e 0,6% ao mês nos nove meses subsequentes. O comportamento do núcleo foi ainda mais espetacular: de 2,4% ao mês no segundo trimestre, a taxa média mensal caiu para 1% no período jul95-mar96, 0,3% no terceiro trimestre de 1996 e apenas 0,1% ao mês nos nove meses que se encerraram em junho de 1997. No segundo semestre de 1997, a variação do núcleo foi negativa.

Mais difícil do que explicar o eventual fracasso do real é, para seus defensores, racionalizar seu sucesso a partir do segundo semestre de 1995. Uma possibilidade de explicação do sucesso estaria no conjunto de medidas e eventos desencadeados a partir de março: o aumento forte das taxas de juros, a expressiva contenção do crédito, o esfriamento da economia, a instituição do sistema de bandas cambiais e a recuperação das reservas. Entretanto, o sucesso dessas medidas de correção não estava garantido. Primeiro, do ponto de vista da análise convencional continuou faltando a “âncora fiscal”. Segundo, o quadro mudou novamente em 1996 — os juros caíram, o crédito foi liberado, a economia voltou a crescer, o déficit comercial se ampliou novamente — e a inflação continuou caindo.

Em suma, a inflação caiu e permaneceu baixa por três anos sem que tenha havido um ajuste fiscal, sem avanços importantes nas reformas administrativa e previdenciária, sem reforma tributária e sem um efetivo controle quantitativo da moeda. Mesmo o controle da demanda agregada, outro dos requisitos comumente apontados para a estabilização, só foi exercido com rigor durante alguns meses em 1995 e no início de 1996.

Reconhecendo-se que as medidas de 1995 eram insuficientes para garantir inflação baixa por um período prolongado, praticamente o único argumento que se encontra na literatura é o de que, se de um lado o plano segue frágil, sofrendo com a ausência de fundamentos, de outro lado esses fundamentos — ou seja, a reforma do Estado — vêm sendo construídos, e há confiança na continuidade deste esforço (Franco, 1997). A mensagem política é clara: enquanto a agenda de reformas liberais não estiver implementada, a estabilização não estará consolidada, e o esforço terá sido vão.

Cabe examinar uma interpretação alternativa para a questão de como pôde ser tão bem sucedido um programa de estabilização que não incorporou, na prática, muitas das “lições” extraídas pela maioria dos economistas ao longo de anos de convivência com a alta inflação e com diversas tentativas fracassadas de dominá-la.

4 Fatores de desempenho do Real

A hipótese que se procura desenvolver é a de que a inflação, desde antes do Real, deixou de ser uma variável de ajuste de desequilíbrios do sistema, tornando-se praticamente dada. Essa tendência de estabilidade deriva da submissão do Brasil às novas regras e instituições dos mercados financeiros internacionais e das mudanças que esse novo contexto provocaram nos padrões de gestão da política econômica e das empresas privadas. Dessas mudanças parecem ter resultado novos padrões de formação de preços e de comportamento da inflação.

Se na segunda metade dos anos oitenta a estratégia das empresas para enfrentar a incerteza implicava uma gestão de preços defensiva que acelerava a inflação, nos primeiros anos da década de noventa a estratégia para enfrentar a entrada na “globalização” implicou introduzir elementos estabilizadores no processo de determinação de preços. Tais elementos estabilizadores do processo de formação de preços podem ajudar a explicar a “imunidade” dos preços industriais, após o Real, às expectativas adversas a respeito da situação fiscal, aos surtos de especulação cambial (dois até o final de 1997), às relevantes pressões de custos e à racionalidade de retornar a esquemas de indexação num contexto em que a inflação manteve-se em dois dígitos anuais durante um ano e meio.

Foi essa mudança no ambiente externo e nas premissas de comportamento dos “mercados emergentes” que (i) induziu e viabilizou um novo padrão de gestão empre-

sarial, que trouxe consigo um novo padrão de gestão de preços; (ii) permitiu ao Banco Central readquirir um controle, ainda que limitado, sobre as taxas reais de juros e câmbio, calcado na disponibilidade de recursos externos e nas reservas elevadas; (iii) criou e consolidou o consenso político a favor da estabilização.

Quais seriam estes elementos estabilizadores? Vimos que muitos analistas duvidam que a âncora cambial possa ser o determinante principal da estabilização de preços, e que possa se manter durante um longo período sem ser corroída pelo desequilíbrio externo ou substituída pelas “âncoras fiscais e monetárias”. A hipótese que procuramos desenvolver é que instalou-se uma “âncora externa” no Brasil, forte e eficaz para manter os preços estabilizados por longo tempo. A “âncora externa” começou a ser lançada entre 1991 e 1992, a partir submissão do Brasil ao processo de globalização dos mercados financeiros e comerciais.

Neste item, tentaremos mostrar como este padrão de gestão foi modificado a partir da abertura financeira e comercial da economia brasileira e quais podem ter sido os efeitos sobre a dinâmica dos preços nos anos imediatamente anteriores ao lançamento do plano Real. Procuraremos discutir o diagnóstico de que a crise fiscal foi engendrando uma inflação cada vez mais acelerada, mais desorganizada e mais próxima da hiperinflação, a ponto de ter se convertido em hiperinflação nos anos noventa.

4.1 Aspectos da inflação na segunda metade dos oitenta

Durante os anos oitenta, especialmente na segunda metade, as grandes empresas foram progressivamente impelidas a adotar um padrão defensivo de formação de preços. As raízes deste processo encontram-se na crise da dívida externa. Nos anos setenta, a empresa industrial típica tinha como estratégia a ampliação de sua presença no mercado e de seus investimentos financiando-se com endividamento externo. Como consequência, em grande parte seus passivos eram atrelados ao dólar ou às taxas de juros domésticas, e as receitas eram atreladas à correção monetária. Esta posição desequilibrada não traria maiores problemas enquanto o equilíbrio entre estes parâmetros diferentes de remuneração estivesse sendo assegurado pela política econômica, ancorada na disponibilidade de divisas.

Após a crise da dívida, a confiança na paridade entre juros, câmbio e correção monetária se rompeu. Com o estrangulamento financeiro provocado pela interrupção do financiamento externo no início dos anos oitenta, as perspectivas para os investimentos produtivos minguaram, forçando as empresas a reverem suas estratégias, e instalou-se grande incerteza a respeito da evolução dos preços, dos juros e da taxa de câmbio. O Banco Central deixou de assegurar a paridade entre os três parâmetros. Nesse quadro, as empresas promoveram uma gestão com dois objetivos: busca de liquidez e defesa patrimonial (buscava-se minimizar o risco de sofrer perdas patrimoniais em decorrência do descasamento entre os parâmetros de remuneração de ativos e passivos. A fuga de passivos financeiros, a preferência por ativos financeiros líquidos e a gestão defensiva dos preços foram as marcas desse padrão. Vejamos como se caracterizou este padrão de gestão dos preços.

Diante da crescente incerteza, as empresas tenderam a adotar, tanto para a avaliação de seus ativos quanto para orientar a fixação de seus preços, uma “moeda privada” que as protegesse da possibilidade de perdas patrimoniais. O dólar seria a “moeda privada” natural, tanto para a função de reserva de valor quanto para a função de parâmetro de cálculo de custos e fixação de preços. Mas, em contraste com o que houve na Argentina, por exemplo, não ocorreu no Brasil uma dolarização relevante dos ativos ou dos preços. Isto se explica, em parte, porque a reação da Autoridade Monetária à busca de liquidez e segurança dos agentes foi fornecer um título público de elevada liquidez e rentabilidade, que fosse mais atraente do que a moeda estrangeira como reserva de valor. Os títulos públicos de curtíssimo prazo, e não o dólar, tornaram-

se a reserva de valor preferencial dos detentores de riqueza. Com isso, a taxa de juros desses títulos passou a cumprir as funções de padrão de avaliação de riqueza.

Ao mesmo tempo, instalou-se um mecanismo de realimentação entre as expectativas de inflação dos agentes privados, as taxas de juros e a inflação. À medida que aumentava a instabilidade e se agravava a situação financeira do setor público, num contexto de fechamento financeiro, o Banco Central perdia graus de liberdade na fixação da taxa de juros, tanto a nominal quanto a real. O Banco Central passou a ter que fixar os juros de modo a mantê-los próximos das expectativas privadas a respeito da taxa de inflação⁶. Os aumentos dos juros nominais, provocados por expectativas crescentes de inflação, não tinham os efeitos disciplinadores tradicionais da política monetária. Não se traduziam nem em melhora da posição financeira do Bacen (como não havia oferta de recursos externos, aumentos dos juros não atraíam divisas) nem em sinais disciplinadores sobre as decisões privadas de produção, alocação de ativos ou formação de preços, dado que as empresas estavam líquidas. Nesse quadro, aumentos de juros nominais transformavam-se essencialmente em aumentos na taxa de inflação.

A inflação adquiria, assim, uma tendência de aceleração, apenas interrompida temporariamente a cada congelamento de preços. Para muitos analistas, essa tendência de aceleração da inflação estava desembocando numa hiperinflação.

4.2 A volta do financiamento externo

No início dos anos 90 iniciaram-se duas mudanças importantes nas relações norte-sul. A primeira foi a reversão dos fluxos de capitais em favor dos países em desenvolvimento, que passaram a ser chamados de "mercados emergentes". A segunda foi a consolidação de uma nova agenda de reformas do Estado, proposta pelos organismos multilaterais, que ficou conhecida como "Consenso de Washington": austeridade fiscal, abertura comercial e ao investimento estrangeiro direto, liberalização cambial e financeira, desregulamentação, privatização e redução do papel do Estado. As propostas do Consenso de Washington começaram a ser implementadas no Governo Collor. Em particular, acelerou-se a abertura comercial e, a partir do segundo semestre de 1991, promoveu-se a abertura financeira.

Procuramos argumentar que a abertura financeira e a abertura comercial provocaram mudanças substanciais na condução da política econômica e no padrão de formação de preços das grandes empresas. A abertura financeira constituiu-se no principal fator de mudança deste padrão. Quanto à condução da política econômica, a abertura financeira proporcionou disponibilidade de financiamento externo, o que permitiu ao Banco Central recuperar, em parte, o controle das expectativas a respeito dos juros reais e do câmbio. No final de 1991, o Bacen promoveu uma forte elevação das taxas de juros, que não resultou em maior inflação, e sim em acúmulo de reservas internacionais e em juros reais positivos e elevados pela primeira vez em mais de dez anos. Isso diminuiu o poder especulativo dos detentores de ativos líquidos e, portanto, aumentou o controle sobre a real taxa de câmbio. A partir daquele momento, a taxa de juros passou a deixar de ser associada à expectativa de inflação.

Embora a abertura comercial tenha começado antes, em 1989, seus efeitos só se tornaram relevantes após a abertura financeira. Até o final de 1991 o contexto adverso ao financiamento externo e o reduzido montante de reservas internacionais impediram o Banco Central de dirimir a incerteza dos agentes privados a respeito da taxa de câmbio. Isso amortecia os efeitos da abertura comercial, pois não havia condições efetivas,

⁶ Se a taxa de juros fosse percebida como insuficiente em relação à expectativa de inflação, poderia haver especulação contra o câmbio.

em termos de taxas de câmbio e disponibilidade de crédito, para que os agentes ampliassem importações. Com a superação do estrangulamento cambial, passou-se a contar com a possibilidade de se expandir importações com custos previsíveis e com disponibilidade de financiamento, o que foi suficiente para a consolidação da abertura comercial.

A partir daí, as duas aberturas induziram uma mudança de estratégia empresarial. A principal ameaça para a sobrevivência das empresas passou a ser a concorrência, e não mais o estrangulamento financeiro, como nos anos 80. No novo quadro as empresas foram induzidas a obter ganhos rápidos e intensos de produtividade logrados a partir de cortes de custos. A gestão de preços passou a se subordinar à necessidade de manter a participação no mercado mais do que à manutenção da margem de lucro, como era no período anterior.

A reversão dos fluxos de capital parece ter sido o fator crucial para desencadear os fenômenos que constituíram a “âncora externa”: (i) a ampliação do controle sobre as expectativas acerca das taxas nominais de câmbio e de juros por parte do Bacen; (ii) a nova prioridade da estratégia empresarial, que passa da gestão financeira à reestruturação produtiva e à competição em um mercado estreito; (iii) a transformação de um mercado fechado e “permissivo” em um mercado em que a competição externa, potencial ou efetiva, representa de fato a introdução de um “vetor de preços máximos”. Nesse quadro, o papel das margens de lucro muda, de instrumento de defesa da rentabilidade para instrumento de competição, e sua tendência passa a ser de queda. As diretrizes de fixação de preços mudam de maneira correspondente, o que condiciona uma nova tendência para a inflação.

Grau de adesão do índice de preços industriais a diferentes indexadores⁷

Indexador	IPA industrial geral				Núcleo do IPA industrial	
	jan/74 – nov/79	jan/81 – dez/85	jan/87 – jun/91	jul/92 – jan/94	jan/87 – jun/91	jul/92 – jan/94
IGP	91%	67%	48%	53%	21%	30%
dólar	57%	40%	21%	68%	17%	40%
juros	74%	52%	30%	37%	27%	32%

Para o período 87-91 excluem-se os meses de congelamento de preços.

A partir de 87 considera-se o núcleo do IPA.

Esses elementos — fundamentais para o sucesso do plano Real — tiveram efeitos sensíveis sobre a dinâmica dos preços industriais já em 1992. A tabela acima procura mostrar alguns indícios sobre a relação entre preços, juros e câmbio no período. Na segunda metade dos anos setenta os preços industriais mantiveram grande adesão com os três indexadores, especialmente com a inflação passada. Na primeira metade dos

⁷ A tabela mostra de forma simplificada o grau de adesão dos preços industriais a diferentes “indexadores” (IGP do mês anterior, dólar e taxa de juros - esta comparada com o IPA centrado) em diversos períodos. Tomam-se as variações mensais do IPA industrial em relação a cada um dos indexadores. Quando a variação for pequena (por exemplo, entre -1% e 1%), consideramos que há adesão do movimento do índice ao movimento do indexador. Quanto maior o número de meses com variações pequenas, maior é a adesão geral do IPA ao indexador. A tabela mostra a porcentagem de meses com variações pequenas no total de meses de um determinado período. Uma alta porcentagem significa que na maior parte do tempo os preços do IPA comportaram-se de maneira semelhante à do indexador. Um exercício mais completo, desagregando o IPA por componentes, chegou a resultados consistentes com os da tabela. Sobre o conceito de núcleo, ver nota 10, adiante.

oitenta a adesão diminuiu para todos os indexadores, processo que se acentua na segunda metade, quando parece prevalecer a ausência de padrões bem definidos de fixação de preços (a taxa de juros parece ter se tornado um parâmetro muito importante para os principais setores industriais, superando em importância a taxa de câmbio, como sugerem os dados da penúltima coluna da tabela, relativa aos principais setores da indústria). No início dos noventa o dólar – cada vez mais presente nas contas passivas, nos custos e nos preços da concorrência – ganhou importância como parâmetro de reajuste de preços industriais. Os preços industriais aumentaram substancialmente seu grau de adesão ao dólar e estavam, em 1993, praticamente dolarizados, prontos para um programa de âncora cambial.

O resultado dessa dolarização não foi a hiperinflação, basicamente porque foi feita num ambiente em que o Banco Central havia recuperado alguma condição de controlar as taxas de câmbio. Ao mesmo tempo em que os preços se dolarizavam, enfraqueceu-se a tendência de aceleração da inflação (Gráfico 1). Este movimento não é o que se esperaria observar em um período de liberdade de preços e de véspera de um novo programa de estabilização, a ser implementado por um governo interino, politicamente fraco e que tivera três Ministros da Fazenda.

Por fim, a dispersão entre reajustes de preços de diferentes produtos tendeu a diminuir (Gráfico 2). Os diferentes setores da indústria passaram a aumentar seus preços a taxas mais parecidas entre si.

Gráfico 1 - A inflação acelera menos a partir de 1992

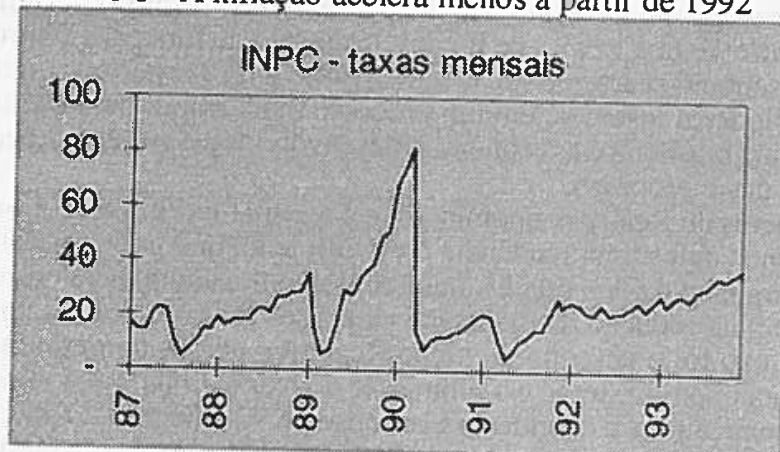
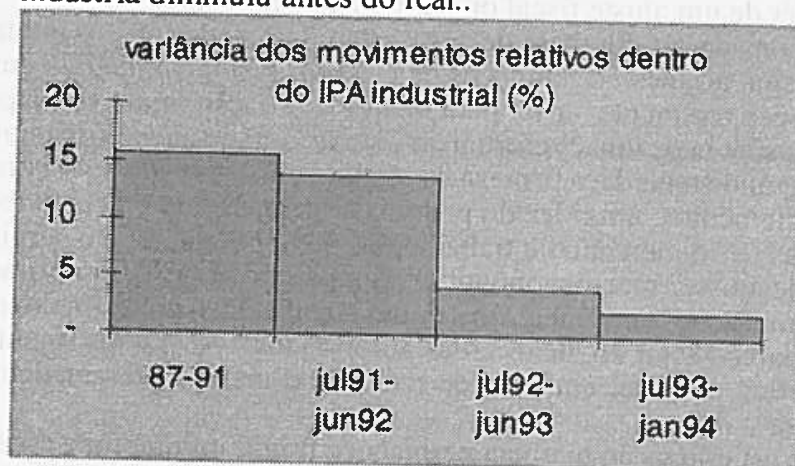


Gráfico 2 - A dispersão dos preços relativos dentro da indústria diminuiu antes do real..



De hiperinflação, portanto, o quadro inflacionário tinha muito pouco. A única semelhança superficial estaria na crescente dolarização dos preços. Contudo, tratou-se de uma dolarização muito diferente daquela observada nas hiperinflações clássicas. Enquanto naqueles casos a dolarização correspondeu ao uso da moeda estrangeira em substituição à moeda nacional, num contexto de crise cambial, no Brasil a dolarização ocorreu num contexto em que a atenuação da crise cambial e a crescente disponibilidade de reservas e de financiamento externo conduziam à diminuição da desconfiança na moeda nacional. Tratou-se de uma dolarização relativamente organizada, de efeitos estabilizadores. O sistema de preços entra no plano Real já preparado para a estabilização.

5 Considerações finais: implicações e limites da estabilização

A versão oficial considera o Real como um divisor de águas, como um ataque concentrado contra uma inflação que se mostrava cada vez mais perigosa, e cujo sucesso, ainda não consolidado, deveu-se à engenhosidade, competência e perseverança de seus formuladores na luta contra a crise fiscal e o entorpecimento da sociedade pela indexação (Cardoso, 1995). Vencido o ataque, cessaram os tormentos causados pela inflação e começaram os benefícios da estabilidade. Procuramos mostrar que esta interpretação estereotipada é falsa em muitos aspectos. O plano Real não foi o único momento do processo de estabilização, e nem mesmo foi o momento em que os condicionantes principais desse processo foram construídos. O Real parece ficar melhor caracterizado como o momento conspícuo – e que condensou os benefícios, sobretudo os políticos, para o governo – de um processo de estabilização cujas bases foram construídas entre 1992 e 1993, que foi desencadeado de fora para dentro do País, e que continua apresentando características semelhantes às desse período, mesmo cinco anos depois. O plano Real insere-se em um processo mais amplo de mudança das relações entre a economia brasileira e as economias desenvolvidas, e que é uma peça indissociável e dependente deste processo.

Às vésperas do Real, a economia não estava em hiperinflação. Longe disto, instalara-se dois anos antes uma tendência à estabilidade, que pode ser caracterizada pela dolarização organizada dos preços, num contexto de abundância crescente de moeda estrangeira, e pela redução da dispersão de preços. O fator crucial para o sucesso da estabilização não foi o desenho do plano Real ou o ataque ao déficit público, e sim a volta do financiamento externo e a submissão do país à globalização financeira (através da abertura financeira) e à agenda do Consenso de Washington. O plano Real continha elementos originais e inovadores, mas em essência pertence a uma família numerosa de processos de estabilização apoiados na “âncora externa”, cujos traços básicos estavam dados independentemente da vontade ou da imaginação dos formuladores locais. Por fim, a estabilidade cada vez mais firme de preços parece tornar-se um dado do sistema, sem depender de um ajuste fiscal ou da reforma do Estado.

Cabe considerar a hipótese de que a estabilização dos preços induzida pela “âncora externa” seja ao mesmo tempo firme e frágil. Firme na medida em que a “âncora externa” parece realmente bastar para manter a inflação muito baixa por muitos anos, mesmo na ausência de uma “reforma do Estado”, ou de ajuste fiscal num sentido mais estrito. Em grande medida, a firmeza da estabilização apoiada na âncora externa repousa em dois elementos: a rigidez do padrão de formação de preços imposto pelo ajuste das empresas (e do mercado de trabalho) ao novo ambiente; e o surgimento de novas “variáveis de ajuste” macroeconômico, no lugar da inflação: em primeira instância, o déficit em transações correntes; em segunda instância, o crescimento econômico, cuja contenção parece estar ao alcance das autoridades e ser relativamente eficiente para conter o déficit externo, em caso de risco de o mesmo crescer demais, a ponto de comprometer a âncora.

Mas a estabilização também permanece frágil, porque foi e continua apoiada na reação das empresas e da política econômica a uma conjuntura externa específica. É

lícito duvidar que, numa conjuntura externa radicalmente diferente, a estabilidade da moeda brasileira poderia ser mantida, mesmo se os fundamentos fiscais parecessem plenamente satisfatórios.

Essa fragilidade “no limite” da estabilização tem implicações sérias sobre a economia, mesmo que nunca se venha a atingir o limite de ruptura — de fora para dentro — da âncora externa. Manifestações concretas da fragilidade derivam do fato de que a estabilização depende da âncora externa: a contrapartida dessa dependência tende a ser a longa convivência com taxas de juros reais muito elevadas, com o “stop & go” na economia e com a precarização do mercado de trabalho, como provavelmente se poderá notar de novo ao longo de 1998.

Os problemas da “âncora externa” derivam do tipo de adaptação que esta “âncora” impôs às empresas — e por extensão, aos trabalhadores — e dos requisitos necessários para manter a eficiência da “âncora”. Esses dois conjuntos de fatores — o processo de adaptação e os requisitos para a perpetuação da “âncora” — implicam custos consideráveis para a economia.

Em primeiro lugar, destaca-se a dependência de taxas de juros altas para garantir as reservas internacionais. Não parece ser necessário argumentar muito a respeito deste ponto, especialmente depois do que ocorreu em novembro de 1997. A manutenção de juros elevados por longo período e de uma taxa de câmbio valorizada inibe o crédito doméstico de longo prazo e induz ao aumento do endividamento privado externo. Com crescentes passivos dolarizados, os agentes tornam-se solidários com a configuração juros altos e câmbio valorizado, o que contribui para aumentar a rigidez da política financeira e cambial.

A segunda implicação importante da âncora externa é a tendência ao déficit comercial decorrente do desestímulo ao investimento em exportações e dos diversos estímulos (não somente cambiais) ao aumento das importações. A consequência mais evidente da necessidade de manter juros elevados e da tendência ao rápido aumento do coeficiente importado é a redução do dinamismo da economia. Um crescimento econômico mais intenso amplia os desequilíbrios comerciais até ameaçar a continuidade do financiamento externo. Uma retração dos financiamentos, uma vez desencadeada, pode ter efeitos cumulativos, corroer rapidamente as reservas internacionais e ameaçar a estabilidade da taxa de câmbio. Assim, para defender a “âncora externa”, a política econômica se vê induzida a inibir o potencial de crescimento da economia.

A segunda fonte de custos e riscos advindos da estabilização com âncora externa é a necessidade de as empresas — e trabalhadores — se adaptarem rapidamente ao novo contexto. Com a abertura comercial, a disponibilidade de financiamento barato para as importações e o câmbio valorizado criava-se uma pressão imediata e intensa sobre as empresas, mesmo aquelas tecnicamente competitivas. A única defesa possível era a redução rápida das margens de lucro, o que ocorreu desde antes do início do real. As empresas passaram a buscar defender suas margens pela redução de custos. A necessidade de redução imediata de custos se traduziu em grandes e recorrentes cortes de emprego e em rápida substituição, por importados, de matérias primas e componentes nacionais. Esse processo parece ter contribuído para a precarização do mercado de trabalho, a redução relativa do valor adicionado pela indústria e a debilitação dos elos da malha industrial. Esses fenômenos podem, por um bom tempo, erodir o potencial de crescimento da economia e reintroduzir uma tendência à concentração da renda.

A respeito da distribuição da renda, cabem alguns comentários finais. A melhora da distribuição da renda *dos trabalhadores* é um fato do primeiro ano do Real. Mas este fato está longe de esgotar a discussão acerca dos impactos distributivos da estabilização. Deve-se considerar a hipótese de que grande parte dos ônus foi imposta antes do real, e outra parte vem sendo imposta no período recente.

A respeito da distribuição de renda, algumas questões merecem maior reflexão. Em primeiro lugar, é preciso lembrar que não há dados a respeito da distribuição funcional da renda. É possível que os rentistas tenham ganhado mais do que os trabalhado-

res. O mais importante, entretanto, é que, novamente ao contrário da versão oficial, a melhora da distribuição da renda dos trabalhadores entre 1993 e 1995 parece ter se interrompido após 1995. E é digno de nota que esta melhora foi menos expressiva do que a **melhora** na distribuição da renda havida entre 1989 e 1993 (IBGE, 1996). A distribuição deve ter piorado muito em 1994 (ano para o qual não há dados disponíveis).

Por fim, Embora o Plano Real tenha contribuído para uma alta generalizada dos rendimentos do trabalho em seu primeiro ano de vigência, esses rendimentos continuavam muito inferiores aos vigentes em meados dos anos oitenta. A tendência de baixo dinamismo da economia e de precarização do mercado de trabalho dificilmente permitirão um aumento consistente da renda, e quase certamente implicarão queda da participação da renda dos trabalhadores no PIB.

Referências Bibliográficas

- AMADEO, E.J. Distributive and Welfare Effects of Inflation and Stabilization. *Texto para discussão*, Rio de Janeiro, n. 312, fev. 1994.
- ANDREI, Cristian, SAMPAIO, Fernando Azevedo A., AFFONSO, Rui de Britto Álvares, SAMPAIO JÚNIOR, Plínio Soares A. Política econômica. In: GESTÃO estatal no Brasil: a cumplicidade inflacionária ameaçada. São Paulo : FUNDAP/IESP. (Série Gestão estatal no Brasil).
- ANDREI, Cristian, SAMPAIO, Fernando Azevedo A. Política econômica. In: GESTÃO estatal no Brasil : limites do liberalismo 1990-1992. São Paulo : FUNDAP, 1995. p.11-42.
- ANDREI, C. As grandes empresas em 1994. São Paulo : Fundap/Iesp, 1996. Mimeogr.
- BACHA, E.L. O fisco e a inflação : uma interpretação do caso brasileiro. *Revista de Economia Política*, v. 14, n. 1, jan./mar. 1994.
- BATISTA JÚNIOR, P.N. Dolarização, âncora cambial e reservas internacionais. *Revista de Economia Política*, v. 13, n. 3, jul./set. 1993.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello, ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes de. A Grande empresa durante o cruzado. São Paulo : FUNDAP/IESP. 1987. (Texto para Discussão IESP/FUNDAP, n.11)
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello, ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes de. Crise e reforma monetária no Brasil. *São Paulo em Perspectiva*, São Paulo, v. 4, n. 1, p. 63-75, jan./mar. 1990.
- BELLUZZO, L.G.M., ALMEIDA, J.S.G. A crise da dívida e suas repercussões sobre a economia brasileira. In: BELUZZO, L.G.M., BATISTA JÚNIOR, P.N. (Org.). *A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional*. Rio de Janeiro : Paz e Terra, 1992.
- BELUZZO, L.G.M., ALMEIDA, J.S.G. A questão da dolarização. In: BELUZZO, L.G.M., BATISTA JÚNIOR, P.N. (Org.): *A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional*. Rio de Janeiro : Paz e Terra, 1992.
- BRASIL. Ministério da Fazenda. *Exposição de Motivos n. 395 de 7/12/93*. Brasília, DF, 1993.
- BRASIL (1994). Ministério da Fazenda. *Exposição de Motivos n. 47 de 27/02/94*. Brasília, DF, 1994.
- CARDOSO, F. H. Prefácio. In: FRANCO, *Plano real e outros ensaios*. Rio de Janeiro : F. Alves, 1995.
- CARVALHO, F.J.C. Alta inflação e hiperinflação: Uma Visão pós-Keynesiana, In: BELUZZO, L.G.M., BATISTA JÚNIOR, P.N. (Org.). *A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional*. Rio de Janeiro : Paz e Terra, 1992.

- CARVALHO, C. E. Âncora cambial, conversibilidade e dolarização. In: BELUZZO, L.G.M., BATISTA JÚNIOR, P.N. (Org.). (1992): *A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional*. Rio de Janeiro : Paz e Terra, 1992.
- CASTRO, A.B. Estabilizar e crescer: o paradoxo do desajuste na estabilidade. In: VELLOSO, J.P.R (Org.). *Fórum Nacional*. [S.l. : s.n.], 1995.
- COUTINHO, L.G., BELUZZO, L.G.M. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. *Economia e Sociedade*, n.7, dez. 1996.
- FIORI, J.L. Tulipas, moedas e reformas. In: *Indicadores IESP*, n.39, abr. 1995.
- FIORI, J.L. Os moedeiros falsos. Petrópolis : Vozes, [s.d.].
- FRANCO, G. Uma vez mais o ajuste fiscal. *Folha de São Paulo*, s.n. 1993a.
- FRANCO, G. Alternativas de estabilização : gradualismo, dolarização e populismo. *Revista de Economia Política*, v. 13, n. 2, abr./jun. 1993b.
- FRANCO, G. O Plano Real e outros ensaios. Rio de Janeiro : Francisco Alves, 1995.
- FRANCO, G. A Superação do Inflacionismo : os termos de troca entre estabilização e desenvolvimento. Brasília, DF : Instituto Teutônio Vilela, 1997. 20p. (Idéias, Debate, n. 4).
- GARCIA, M.G.P. Política monetária e formação das expectativas de inflação : quem acertou mais, o governo ou o mercado futuro?. *Pesq.Plan. Econ.*, v. 22, n. 3, dez. 1992.
- IBGE (1996) Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios ; PNAD/95. Rio de Janeiro, 1996.
- KREGEL, J.A. Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais. *Economia e Sociedade*, n.7, dez. 1996.
- MEYER, A. Apoio financeiro externo e estabilização econômica. *Revista de Economia Política*, v. 13, n. 1, jan./mar. 1993.
- PORTUGAL JÚNIOR, José Geraldo (Org.). Gestão estatal no Brasil : a cumplicidade inflacionária ameaçada. São Paulo : FUNDAP/IESP. 1991. (Série Gestão Estatal no Brasil).
- PORTUGAL JÚNIOR, José Geraldo (Org.). Gestão estatal no Brasil : limites do liberalismo 1990-1992. São Paulo : FUNDAP/IESP. 1993. (Série Gestão Estatal no Brasil)
- SACHS, J., ZINI JÚNIOR, A. A inflação brasileira e o "Plano Real". *Revista de Economia Política*, v. 15, n. 2, abr./jun. 1995.
- SIMONSEN, M.H. Novos desafios da economia brasileira, In: VELLOSO, J. P. (Org.). *Fórum Nacional*. [S.l. : s.n.], 1995.
- TAVARES, M.C. A Economia Política do Real. 1997. Mimeogr.