

## Capítulo 8

### O Plano Real e a reconstrução da moeda

*“As ocasiões fazem as revoluções”  
Machado de Assis*

A ascensão do sociólogo e senador Fernando Henrique Cardoso ao Ministério da Fazenda é daqueles eventos onde, novamente apelando a Machado de Assis, “a fortuna troca os cálculos da natureza”. Havia muita reflexão e preparativo no grupo economistas que acabou se juntando em torno do novo ministro e que trazia consigo a experiência da concepção e execução dos choques resenhados no capítulo anterior e também novas possibilidades apenas à espera de uma oportunidade. O novo ministro demonstrou imenso talento para vislumbrar os atalhos para os consensos, as possibilidades de execução e também para conter e administrar as divergências, internas e externas, e assim fazer acontecer um plano de estabilização bem-sucedido, um pequeno milagre que o levaria, com todos os méritos, à presidência da República.

Da sua posse como ministro à outra, como Presidente da República, transcorreu pouco mais de um ano e meio, incluindo exatos 319 dias como ministro da Fazenda, um período inacreditavelmente curto para tanto impacto, ainda mais considerando circunstâncias iniciais tão difíceis, e que bem justifica a modesta descrição dessa presidência como “acidental” ou “improvável” pelo próprio Fernando Henrique<sup>1</sup>.

A experiência viria a demonstrar, mais esta vez, a gravidade da doença acometendo algo tão importante como a moeda nacional, e ainda mais na escala em que a distorção teve lugar no país. Em vista da enorme carga simbólica, adicionalmente aos ganhos objetivos envolvidos na estabilização, não há exagero em afirmar que o fim da hiperinflação conseguido através do Plano Real mobilizou o imaginário da nação em intensidade comparável a outras grandes ocasiões da história recente do país, como o movimento das “Diretas Já”, e mesmo a redemocratização.

O ministro que deflagrou o processo foi o indisputado beneficiário desta imensa energia, que logrou capturar em uma eleição tendo lugar quando a estabilização já se fazia sentir, mesmo que estivesse longe de estar assegurada. As batalhas pelos “fundamentos” da estabilização se desdobravam em múltiplas frentes, com resultados incertos, quando o novo presidente teve que construir sua campanha e seu programa de governo, com isso comprometendo-se muito profundamente com uma ampla agenda de providências de

---

<sup>1</sup> Cardoso & Winter, 2013.

natureza reformista necessárias para consolidar a estabilização. A inflação medida pelo IPCA cairia abaixo de 10% apenas em dezembro de 1996, ou seja, ao final de seu segundo ano de governo, e chegaria ao menor número do pós-guerra, 1,6% ao ano, no último mês de sua primeira presidência, levando à tentadora conjectura que o fim da inflação foi a grande promessa e a grande realização deste mandato. É claro que o presidente pode exibir outras realizações, e sempre há novos programas sociais a fazer, mas nada se compara à estabilização, inclusive em seus efeitos sobre a pobreza e a distribuição da renda.

Nem sempre se dá a devida dimensão à complexidade da tarefa de terminar com um processo social tão vicioso como foi a hiperinflação no Brasil. Um dos mitos mais populares e recorrentes sobre o assunto é a crença romântica em um pacote redentor, que ocasiona o fim súbito desses episódios como se houvesse uma “bala de prata”, ou um nível suficientemente elevado de desagregação monetária que fizesse com que uma providência simples resolvesse todos os problemas na origem do processo. É como se a hiperinflação fosse, ao fim das contas, uma disfunção trivial no âmbito da qual algumas autoridades mal-intencionadas apertassem os botões errados ou, por qualquer motivo, deixassem de agir para evitar coibir os excessos.

O mito da “solução simples” acometia tanto observadores estrangeiros quanto domésticos. Entre os primeiros, destacam-se os técnicos de organizações internacionais, acadêmicos estrangeiros e economistas conservadores, para os quais o *currency board* ou a independência do banco central, associada a restrições à criação de moeda, ou uma mudança radical no regime fiscal, o que quer que fossem, eram as providências salvadoras, a “mudança de regime”, tal como designado pelos seguidores de Thomas Sargent. A ingenuidade, ou malícia, era comparável a presente em muitos defensores nacionais, economistas e políticos, do congelamento de preços e da desindexação. Em todos os casos de inflações muito altas está presente a ilusão, sempre impregnada de esperança, acerca da existência de uma solução simples, quase mágica, como as que vimos no Capítulo 7. A começar pelo Plano Cruzado em 1986 é como se todos os encantamentos tivessem sido tentados sem sucesso, e fosse amadurecendo a convicção sobre a inexistência do sobrenatural e que problemas difíceis tinham que ser enfrentados e solucionados. Ou seja, a hiperinflação vai sendo percebida cada vez mais como doença grave, degenerativa, progressiva, e que se desenvolvia e aprofundava durante períodos prolongados de desleixo e que apenas podia ser curada através de tratamentos de grande profundidade e abrangência atacando a infecção e não apenas os sintomas. Invariavelmente, as hiperinflações terminam no decorrer, e às vezes no alvorecer de longas batalhas para o conserto de problemas sérios que tomaram vários anos. Era isto o

que se vislumbrava para o Brasil, e estava expresso desde o primeiro dia de Fernando Henrique no ministério da Fazenda através dos temas elencados logo adiante no PAI (Plano de Ação Imediata), que parecia trazer uma lista extensa demais para ter significado prático, mas, contrariamente a todos os prognósticos, acabou fornecendo um roteiro inesperadamente exato do que se passaria nos anos a seguir.

Este capítulo se organiza de forma ligeiramente diferente dos anteriores, além de ser o mais extenso. Temos aqui não apenas a reforma monetária mais importante dentre todas as ocorridas no período coberto neste estudo, como também os desdobramentos das reformas de 1994 que nos trazem à atualidade. As observações sobre o contexto, bem como sobre os aspectos conceituais em discussão anteriormente às evoluções institucionais, mereceram seções específicas, ao contrário de outros capítulos onde tais matérias foram escassamente discutidas nas suas respectivas introduções. Assim sendo, este capítulo trata das delicadas circunstâncias iniciais na seção 8.1 com o propósito de melhor situar a opção fundamentalista escolhida pelo ministro Fernando Henrique Cardoso ao propor o seu “não-pacote”, o PAI, em lugar de um choque econômico como os descritos no capítulo anterior. Visto sob este prisma, está repleto de sentidos o convite do novo ministro a enxergar a estabilização como um “processo”, conforme repetidamente enfatizado por Pedro Malan, presidente do BCB a partir de outubro de 1993, e posteriormente ministro da Fazenda durante os dois mandatos presidenciais que se seguiram.

Ao tratar das alternativas conceituais na seção 8.2 procura-se iluminar o caminho que levou às soluções desenvolvidas pela reforma monetária de 1994 e aqui, também em contraste com o que se passa em outros capítulos, há o benefício do contato direto do autor com as ponderações e intenções do legislador. É claro que a seção traz uma racionalização *ex post facto* do desenho apresentado nas seções seguintes e não o tortuoso e caótico caminho percorrido pelas várias ideias cogitadas até a convergência para o efetivamente realizado. Desse modo, é mais produtivo entender o contexto e as possibilidades dentro das quais a reforma monetária de 1994 restou concebida.

A seção 8.3 traz uma análise sumamente detalhada dos principais mecanismos da MP 434/94, posteriormente Lei 8.880/94, que introduziu uma das mais singulares reformas monetárias que a humanidade tem registro, onde a URV era a maior inovação. Era um experimento absolutamente incomum de harmonia entre os idiomas do direito e da economia, entre a construção institucional corporificada nas leis e a ciência dos incentivos aplicada a programas de estabilização. A construção da URV utilizou muitas ideias dispersas em outras experiências monetárias extremas, inclusive diversas possibilidades exploradas em

outros planos econômicos, como ficará claro pela análise do seu texto. Tudo parecia muito complexo, a começar por uma segunda “meia moeda”, conforme sua definição, “dotada de curso legal para servir exclusivamente como padrão de valor monetário”. Mas, ao mesmo tempo, os cálculos e os incentivos eram muito familiares, e não por outra razão, as duas primeiras semanas de vida da URV “foram espantosamente bem-sucedidas”<sup>2</sup>, e assim novas e imensas possibilidades se abriram. A URV teve quatro meses de vigência, nos quais os mecanismos estabelecidos pela MP 434/94 funcionaram de forma inesperadamente suave, apenas com disputas e dúvidas muito localizadas. A transformação da URV numa moeda “inteira”, e a conseqüente desmonetização do cruzeiro real, prevista na partida, ocorre de forma triunfal em 1 de julho de 1994.

A seção 8.4 trata da MP 541 de 30 de junho de 1994, posteriormente Lei 9.069/85, pela qual o cruzeiro real foi extinto e a URV, ao ganhar a propriedade de meio de pagamento através da emissão de cédulas e moedas, teve o seu nome mudado para real. Muitos detalhes da transição merecem discussão específica, sendo certo, no entanto, que a maior parte do trabalho de conversão de obrigações e de mentalidades para a nova moeda já havia sido feito pela URV. Depois de quatro meses de vida, a nova moeda estava pronta para circular por inteiro, e a nova MP trouxe também algumas inovações importantes no desenho institucional do sistema monetário, as mais importantes a recaptura do CMN, aí reduzido a três membros, a criação do Comoc e, posteriormente, do Copom. As modificações assim introduzidas na governança da moeda caracterizavam uma recaptura do principal centro decisório nas matérias referentes à moeda, o CMN, iniciando um novo padrão monetário sob os auspícios de novas e saudáveis orientações para as instituições existentes. A seguir com o Copom invertia-se a primazia da decisão, ao menos no que se referia à política monetária, colocando o BCB no comando das ações e tacitamente esvaziando o CMN.

A introdução do real terminava uma fase essencial para a guerra contra a hiperinflação, caracterizada pelo uso de tecnologias muito avançadas para a recriação em etapas da moeda nacional e dava início a uma outra, mais convencional, uma guerra de trincheiras, disputada pela infantaria e com armamento convencional. Foram dois anos e meio até que a inflação acumulada em doze meses caísse abaixo de 10%. A seção 8.5 se ocupa deste momento, e sobretudo dos aspectos institucionais do novo conjunto de políticas conhecido como o “tripé”, implantado no início de 1999, e do sistema de metas para a inflação em particular.

As bases institucionais para a reconstrução da moeda estavam em construção, com inúmeras agendas sendo cumpridas, conforme descrito na seção 8.6, onde se discute em

---

<sup>2</sup> Leitão, 2011, p. 293.

detalhe o ataque desferido contra os ‘fundamentos’ da inflação brasileira. As cartas abertas dirigidas ao ministro da Fazenda escritas pelo mesmo Thomas Sargent que estudou e racionalizou as estabilizações de quatro hiperinflações europeias dos anos 1920 oferecem um roteiro interessante para se acompanhar e compreender as mudanças no regime monetário e fiscal que davam sustentação à nova moeda. A seção 8.6 descreverá brevemente processos como o da renegociação das dívidas dos estados da federação, a extinção, privatização e saneamento dos bancos estaduais, bem como a reestruturação e capitalização dos bancos federais, e no contexto da implantação das novas regras de Basileia com as quais todos os bancos passaram a funcionar de uma mesma forma. Esse subconjunto das reformas tendo lugar nos primeiros anos do real foi particularmente importante para a reconstrução do regime monetário e livrá-lo de vícios que vinham de longe, de mecanismos primeiro discutidos no projeto Correa e Castro em 1947, de que tratamos no Capítulo 5. Outras reformas completariam a agenda de providências determinantes de uma nova realidade fiscal dentro da qual a estabilidade da moeda se tornava sustentável. No último ano do primeiro mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso a inflação atingiu o menor número desde a fundação do BCB e, possivelmente, do século. Durante os primeiros anos do real o superávit primário esteve perto de zero, indicando que os assuntos fiscais não estavam completamente resolvidos, mas ainda assim, em razão das inúmeras iniciativas estruturantes em andamento, houve muito clara a compreensão que um novo regime estava em construção, passo a passo, um problema de cada vez, de tal sorte que a estabilidade se assentou no decorrer do tempo. E assim permaneceu até que se apresentasse o desafio da “Nova Matriz Macroeconômica” e suas devastadoras consequências.

### **8.1. O desafio da estabilização em 1993**

Tudo parecia efêmero no alinhamento de pessoas e circunstâncias que levou Fernando Henrique Cardoso ao Ministério da Fazenda e, em seguida, à delicada construção política, econômica e social empreendida pelo Plano Real. Cada tropeço se converteu em um passo adiante, os inúmeros contratemplos mais ajudaram que atrapalharam e o país foi generosamente poupado em todos os seus flertes com a tragédia. Itamar Franco foi alçado à Presidência de República em 2 de outubro de 1992, em meio a uma crise política ainda em

andamento<sup>3</sup>, numa atmosfera de perplexidade e angústia com os rumos da economia. A inflação procurava os 30% mensais e havia muitas feridas abertas por cinco choques heterodoxos fracassados. O novo presidente agora exibia com certo descortino diferenças grandes e genuínas relativamente a seu antecessor no estilo de governar e também e principalmente nas ideias sobre a economia, de tal sorte que a presidência que se iniciava não permitia nenhum prognóstico.

Sua primeira providência no domínio da economia foi desconcentrar poderes desmembrando o Ministério da Economia, criado por seu antecessor, em seus dois ministérios originais, Fazenda e Planejamento, recompondo o duplo comando na economia, como sempre havia existido<sup>4</sup>. Mais surpreendentes foram as nomeações: para a Fazenda, Gustavo Krause (PFL-PE), parlamentar de muita argúcia e verve, mas pouca experiência em assuntos de economia, e para o Planejamento, Paulo Haddad, economista mineiro especializado em questões regionais. Era uma dupla improvável e inadequada para uma economia no limiar da hiperinflação e ansiosa por alternativas. A conselho de Mario Henrique Simonsen, Krause trouxe para a Secretaria de Política Econômica o economista Fernando de Holanda Barbosa, que começou a trabalhar em um ambicioso plano de alongamento compulsório da dívida pública e amortização com ações de empresas estatais. Nos exatos 75 dias em que ocupou o Ministério da Fazenda, Krause não se sentiu prestigiado pelo presidente, que, com frequência e visibilidade, mandava chamar os mais variados economistas de fora do governo para ouvir ideias e sugestões.<sup>5</sup> Paulo Haddad assumiu a Fazenda, a despeito da antipatia do presidente<sup>6</sup>, e a deputada e economista Yeda Crusius (PSDB-RS) ocupou o Planejamento. Fernando Holanda foi mantido e com isso o novo ministro apoiou o plano de reestruturação da dívida pública que vinha sendo costurado, mesmo sabendo que era “uma solução monetarista”, com “o mesmo DNA do Plano Collor I”, e que dificilmente ia encantar o presidente. Na verdade, Itamar Franco mal chegou a ver esses estudos, mas registrou que “queriam me empurrar uma privatização selvagem”. O

---

<sup>3</sup> Fernando Collor renunciaria apenas em 29 de dezembro de 1992, antes de que se processasse o seu julgamento no Senado.

<sup>4</sup> Roberto Campos explicou o fenômeno sob a rubrica “lei do comportamento discrepante”, e cuja dinâmica tem a fazer com a conveniência de os presidentes sempre contarem com alternativas para o comando da economia diante de variações da conjuntura. Para uma discussão mais extensa ver Franco, 2012, pp. 156.

<sup>5</sup> Até que, conforme o relato de Maria Clara do Prado, “quando viu no jornal que o economista Dercio Garcia Munhoz, da UnB (Universidade de Brasília), tinha sido chamado para discutir medidas da área econômica, Krause deu um basta”. Cf. Prado, 2005, p. 49.

<sup>6</sup> De acordo com Maria Clara do Prado: “Paulo Haddad tinha sérios problemas de relacionamento com o presidente, que só o chamava de professor, um tratamento que denotava um aparente respeito, mas que carregava, no fundo, um forte sentido de ironia. Era visível para as pessoas que o cercavam que Itamar não gostava do jeito como Paulo Haddad se dirigia a ele, de maneira professoral, dando a impressão que o presidente nada entendia do que lhe era dito ou explicado” (p. 48).

presidente “defendia que se fizesse a estabilização por outra via totalmente diferente daquela adotada pelo Plano Collor, mas insistia obsessivamente em dois pontos: a taxa de juros tinha que cair e os preços dos oligopólios tinham que ser controlados”.<sup>7</sup> Haddad permaneceu no cargo pelos mesmos 75 dias de seu antecessor e foi substituído por Eliseu Resende, que presidia a Eletrobrás, e vinha conduzindo um complexo processo de encontro de contas entre as empresas de energia da qual resultou a Lei 8.631/93, um grande progresso para a reorganização do setor, do qual trataremos adiante, por conta de suas implicações fiscais. Sobre a questão inflacionária, no entanto, o ministro Eliseu Resende não tinha senão ideias vagas<sup>8</sup> e antes que pudesse articular alguma novidade viu-se enredado em acusações de favorecimento à Odebrecht em uma obra da empreiteira no Peru e desligou-se da função após exatos 79 dias no cargo. Seu sucessor foi Fernando Henrique Cardoso, mas quase foi José Eduardo Andrade Vieira, então ministro da Indústria e Comércio e controlador do Banco Bamerindus que, logo adiante, enfrentaria sérias dificuldades.<sup>9</sup> O presidente, de forma matreira e habilidosa, evitou que Fernando Henrique se desvencilhasse do convite criando um fato consumado, a meio centímetro da revelia, anunciando sua nomeação enquanto o novo ministro dormia em Washington. No dia seguinte, diante do embaraço de Fernando Henrique, prometeu “carta branca” ao novo ministro, embora tivesse acabado de nomear para o Planejamento um homem de sua confiança, Alexis Stepanenko, e também o Secretário da Receita, Osiris Lopes Filho. O presidente parecia se divertir com essa pequena álgebra na movimentação de seus subordinados, e totalmente alheio à gravidade do momento econômico. Quando Fernando Henrique Cardoso assumiu o Ministério da Fazenda em 19 de maio de 1993, era o quarto a ocupar o cargo em sete confusos meses nos quais Itamar Franco “confirmaria com cores vivas sua reputação de político histriônico e mercurial”.<sup>10</sup> Com muita elegância, em suas memórias, Fernando Henrique registra que “com uma

---

<sup>7</sup> *Ibid.*, pp. 50-51.

<sup>8</sup> De acordo com o relato de Miriam Leitão, em um almoço com o ministro, antes de sua posse, ao “registrar o que ele entendia de todo o complexo problema inflacionário ... a tortuosa conversa, sem nexo, me apavorou. A certa altura um dos participantes do almoço, influente integrante do novo governo, disse que Resende tinha que pôr em prática, para resolver o problema brasileiro, os princípios do que chamou de ‘economia egípcia’, e definiu assim: basta aumentar a produção bastante para que os preços caiam. Ele explicou que se referia à economia do império egípcio da Antiguidade. Na modernidade, restava o problema de como obrigar os produtores a aumentar a oferta de seus produtos além da demanda só para derrubar os preços”. *Cf.* Leitão, 2011, p. 253.

<sup>9</sup> “Até os últimos momentos, o presidente hesitou entre os nomes de Andrade Vieira e de FHC para o substituto de Eliseu. Bateu o martelo já de madrugada depois de se render aos argumentos do deputado federal do PPS e líder do governo Roberto Freire, que defendeu o tempo todo a escolha de FHC. Foi uma decisão definitiva para os rumos do país”. *Ibid.*, p. 62.

<sup>10</sup> Abreu & Werneck, 2014, p. 319.

pequena equipe diante de um desafio gigantesco, como um exército Brancaleone, ... começamos a trabalhar, sob um clima político desanimador”.<sup>11</sup>

A equipe que foi se aglutinando em torno de Fernando Henrique não estava inteiramente despreparada para o desafio, seja pela experiência prévia de seus componentes, alguns sobreviventes do Plano Cruzado, ou pela estrutura partidária que lhe dava suporte. Três anos antes, o PSDB havia sido cortejado pelo Presidente Fernando Collor para formar uma coalizão, na qual a Fazenda caberia a José Serra, que chegou a organizar reuniões preparatórias em fins de 1990 com diversos dos mesmos economistas arrolados por Fernando Henrique. A aliança não se consumou e, após o *impeachment*, o PSDB passou integrar a base de apoio do Presidente Itamar, a despeito da absoluta inexistência de qualquer proposição programática na presidência que se iniciava. Como candidato a vice-presidente na chapa de Fernando Collor, Itamar Franco tinha tido participação inexpressiva na campanha eleitoral de 1989, e sua presença na posição de primeiro mandatário parecia tão acidental e deslocada quanto a de Sarney, outro vice-presidente que assumira em condições adversas, também por uma artimanha do destino, e sem identificação com seu antecessor e sem representatividade diante das forças políticas que trabalharam e votaram por Tancredo e Collor respectivamente. A maior parte da vida política de Itamar Franco foi junto ao PMDB, sendo certo que, nas eleições de 1989, a chapa mais afinada com o pensamento do novo presidente era a do PMDB, composta por Ulysses Guimarães e Waldir Pires, que contou com 4,43% dos votos e ficou no sétimo lugar no primeiro turno das eleições<sup>12</sup>. Com baixíssimos índices de aprovação, menos de dois anos e meio de mandato pela frente, o último já comprometido com a eleição, e os primeiros sete meses já desperdiçados, as chances de uma repetição do que se passou ao final da presidência Sarney pareciam consideráveis.

Era nada menos que lamentável que as três primeiras presidências depois do retorno à plenitude democrática tivessem demonstrado uma incapacidade tão óbvia quanto inquietante de entender e de lidar com o problema da inflação. São visíveis na historiografia os pudores em se associar a hiperinflação à democracia recém restaurada, como se soasse como elogio certamente imerecido ao regime anterior, mas não há como fugir aos números: a Nova República teve início com a inflação em 198% anuais (pelo IPCA, nos doze meses anteriores

---

<sup>11</sup> Cardoso, 2006, p. 141.

<sup>12</sup> Adicionalmente, o líder do governo e homem de confiança do presidente Itamar Franco, o deputado Roberto Freire (PCB-PE), concorreu à presidência nas eleições de 1989 pelo Partido Comunista Brasileiro, alcançando uma votação correspondente a 1,06% do total do eleitorado, terminando em oitavo lugar, logo atrás de Ulysses Guimarães.

a março de 1985)<sup>13</sup>, ultrapassou oficialmente a fronteira técnica da hiperinflação (50% mensais) em dezembro de 1989, e terminou com a inflação em 82,4% *apenas no mês de março de 1990*, correspondentes a uma taxa anualizada de 135.423%. Nada melhor se passou com o presidente Fernando Collor, o primeiro eleito em pleito direto desde o início da década de 1960 e titular de imensa legitimidade para propor medidas drásticas e sacrifícios para livrar o país da inflação. Suas ações foram contundentes, como vimos no capítulo anterior, mas seu legado foi de profunda decepção e ressentimento, e seu vice-presidente, agora o 33º Presidente da República, entrava em seu oitavo mês no cargo com a inflação média mensal em 26,4%, e experimentando uma aceleração proporcional à apatia das lideranças políticas diante do problema.

É triste e inevitável concluir que a hiperinflação emergiu como uma criatura dos impasses e ansiedades da democracia brasileira que em seus primeiros anos foi comandada por dois vice-presidentes acidentais, com déficits de liderança, legitimidade e diagnóstico, e por um presidente eleito que se deixou levar pelo espírito de aventura no ataque à inflação, falhou redondamente na execução, em forma e conteúdo, e sofreu um processo de *impeachment* por corrupção que o levou à renúncia. Esta desafortunada sequência ocorre em um momento absolutamente essencial de reconstrução institucional dos processos de governança da moeda e da política fiscal, quando o regime autoritário havia deixado amplos espaços discricionários em instituições imaturas ou fracas, conforme descrito no Capítulo 6. Em vez de consertar essas distorções em linha com as melhores práticas de outras democracias, a Nova República pareceu mobilizar-se para delas tirar ainda mais vantagem. Desta forma curiosa, o Brasil veio a se tornar um caso singular de hiperinflação na ausência de desastres naturais e políticos, mesmo tendo em vista a combinação de irreflexão e irresponsabilidade com que as lideranças políticas do país trataram os assuntos monetários e fiscais no alvorecer da democracia, como exposto no Capítulo 6, e a patética coleção de pacotes econômicos fracassados resenhada no Capítulo 7.

Sempre se poderá alegar que a consolidação da democracia haveria de trazer inevitáveis “custos fiscais” e obstáculos políticos à disciplina monetária, o que, seguramente, parece muito mais uma interpretação utilitária que propriamente uma explicação para o desastre. Na verdade, por muito tempo não havia sequer a percepção de que o país vivia uma doença séria, pois parecia mergulhado em um estado de permanente negação do vício e de apego a uma fantasia de normalidade no âmbito das quais a infecção parecia brotar teimosamente do

---

<sup>13</sup> A taxa de inflação pelo IPCA para o mês de março de 1985 foi de 10,16% ou 220% em bases anuais.

solo em meio a uma encenada revelia da classe política que lograva espertamente se esquivar do patrocínio da inflação.

Entretanto, a própria experiência da hiperinflação, bem como dos choques fracassados, revelou-se bastante mais traumática e transformadora do que foi imediatamente percebido pelas lideranças políticas. A inflação, degenerada em hiperinflação, e tumultuada pelos choques, havia perdido totalmente a funcionalidade política e mais: começava a adquirir o perturbador aspecto de uma crise crônica cuja permanência podia ter consequências difíceis de se prever. A classe política, ainda que perplexa, parecia exultante com o vigor do novo regime democrático, e descrente de qualquer retrocesso. Já os economistas revelavam maior preocupação, sobretudo em vista do canônico exemplo alemão, onde era apavorante a associação, sempre lembrada embora com certo exagero, entre a hiperinflação, e a ascensão do nazismo.<sup>14</sup> Avaliações equilibradas tendem a convergir no diagnóstico, conforme formulado pelo historiador Gerald Feldman segundo o qual “Hitler é o filho adotivo de uma hidra de circunstâncias históricas e não apenas da inflação”<sup>15</sup>, pois nove anos e muitos problemas, entre eles a própria Depressão, separam o fim da hiperinflação e a vitória de Hitler nas eleições de 1933, sendo certo que o Nazismo vai se esgueirando pelos fracassos sucessivos de uma democracia parlamentar envenenada, enfraquecida e vulnerável<sup>16</sup>.

É claro que uma experiência fascista, ou mesmo a volta dos militares, soavam como delírios para a jovem democracia brasileira, mas muitas outras doenças decorrentes das disfunções da economia poderiam acometer as democracias da região, como ficaria claro anos adiante com as experiências dos regimes bolivarianos da Argentina e da Venezuela. Em 1993, tendo em vista a atmosfera carregada que se formava, só se poderia especular sobre as sombras a se abater sobre o país se a inépcia em tratar do problema da inflação ensejasse mais uma safra de episódios da rápida e cortante aceleração inflacionária e outra leva de choques atrapalhados<sup>17</sup>. É difícil especular sobre a exata natureza das perversões que poderiam corromper e comprometer a democracia brasileira ou que os traumas e pavores associados a diferentes cenários pudessem ter sido providenciais na trajetória de Fernando Henrique e do Plano Real. *A posteriori* pode fazer sentido argumentar que as dores da

---

<sup>14</sup> De acordo com a introdução que escreveu para Bresciani-Turroni, para Robbins, teria sido “a mais colossal criatura desta espécie na história; e próxima apenas à própria Grande Guerra, é responsável por muitas das dificuldades econômicas e políticas de nossa geração. Ela destruiu a riqueza dos elementos mais sólidos da sociedade alemã, e deixando atrás de si um desequilíbrio econômico e moral, terreno especialmente fértil para os desastres que se sucederam. Hitler é o filho adotivo da inflação”. Cf. Bresciani-Turroni, 1937, p. 5.

<sup>15</sup> Feldman, 1997, pp. 3-4

<sup>16</sup> *Ibid.*, pp. 854-55.

<sup>17</sup> Nesse contexto Calomiris & Harber, 2014, p. 441, com o distanciamento que é próprio dos brasilianistas, conjecturaram: “um governo democrático não sobrevive por muito tempo se não consegue terminar com um imposto regressivo [como este]”.

hiperinflação podem ter impregnado na sociedade o valor da estabilização: “como um novo gene num organismo mutante, os brasileiros passaram a temer a elevação da inflação e puniram com a impopularidade os governantes que ameaçavam trazê-la de volta. A moeda fez vitoriosos e derrotados nas eleições que se seguiram”.<sup>18</sup>

Entretanto, nada disso parecia claro no momento de sua posse, e da mesma forma como seus antecessores imediatos, Fernando Henrique também iniciou sua gestão diante da estranha e paradoxal exigência de *não* fazer pacotes e choques. Como observou a própria Miriam Leitão, “quem acreditou no oitavo casamento de Elizabeth Taylor? Quem acreditaria nessa nova tentativa de estabilizar a moeda brasileira?”<sup>19</sup> À velha objeção contra os planos de estabilização ortodoxos<sup>20</sup> agora juntava-se uma nova, talvez intransponível, pois as condições consideradas politicamente aceitáveis para um programa estruturado de combate à inflação pareciam levar a um conjunto vazio. Segundo o então ministro, “no povo, o pavor de novos congelamentos de salários ou do confisco de depósitos e poupanças. Apesar disso, também se espriava a sensação de que não seria possível continuar do jeito que estava”.<sup>21</sup> Era preciso interpretar a interdição a pacotes e reformas *tal como os anteriormente praticados*, este o grande desafio, o que fazer e como fazer?

A primeira iniciativa relevante do novo ministro foi talvez a menos celebrada, ainda que, em retrospecto, tenha sido extraordinariamente presciente e reveladora. O PAI (Plano de Ação Imediata), de 13 de junho de 1993, era uma resposta inicial de enorme conteúdo simbólico e também e principalmente uma ambiciosa coleção de agendas fundamentalistas e de medidas concretas numa quantidade até então inédita. Talvez a maior importância do PAI tenha sido justamente a de oferecer um “não-pacote” a uma nação ao mesmo tempo traumatizada, mas desejosa senão de uma mágica, de um diagnóstico honesto, para começar.

De sua tribuna, o insuspeito senador Eduardo Suplicy (PT-SP) fez circular um pequeno documento igualmente premonitório com uma análise muito operacional e objetiva do PAI: “se compõe de 58 medidas destinadas a atuar em 6 áreas: corte de gastos, relacionamento com estados e municípios, recuperação de receitas, bancos estaduais, bancos federais e privatização. O programa visa principalmente uma reestruturação das finanças públicas no seu sentido mais amplo, pois além do fluxo corrente (movimentação de receitas e despesas) preocupa-se também com o equacionamento de ativos e passivos de médio e longo prazo da União”. O documento classificava as medidas conforme o seu impacto financeiro e distinguia

---

<sup>18</sup> Leitão, 2011, p. 145.

<sup>19</sup> *Ibid.*, p. 252, tomando emprestada uma fala de Winston Fritsch.

<sup>20</sup> Ver Franco, 2005.

<sup>21</sup> Cardoso, 2006, p. 142.

6 de grande impacto, 23 de médio impacto e 29 outras de implicações reduzidas no curto prazo mas, assim mesmo, necessárias e úteis. Apenas 11 medidas teriam chances grandes de implementação rápida, diante do que o documento concluía que o programa poderia perfeitamente alcançar o apoio para a sua implementação integral no caso de uma “combinação de medidas de natureza fiscal com ampla reforma monetária, de repercussão tão profunda quanto aquelas que conseguiram debelar a hiperinflação em países como a Alemanha, a Áustria, a Hungria e a República Popular da China, maior racionalidade na definição dos gastos públicos e uma verdadeira mobilização, com ações de curto, médio e longo prazos para garantir a estabilidade de preços ao mesmo tempo em que se combate à miséria e a fome”.<sup>22</sup>

Registre-se que o PAI trazia, ainda que em termos vagos, vários dos programas estruturantes que viriam a compor o que a literatura sobre planos de estabilização costuma designar como “mudança de regime”, vale dizer, a alteração fundamental do regime fiscal e monetário que assinala e define a estabilização. A renegociação das dívidas estaduais estava lá bem definida, bem como a mudança substancial que se queria implementar nos bancos federais e estaduais, embora, nesse último caso, não se chegasse a enunciar como objetivo uma “redução da presença do setor público estadual na atividade financeira bancária” como posteriormente seria proposto e implementado pela MP 1.514/96.

Nessa primeira iniciativa havia, para começar, uma demonstração de clareza sobre os problemas a enfrentar, sugerindo um patamar bem mais elevado de capacidade de execução em assuntos fiscais e monetários relativamente ao que se viu nos choques examinados no Capítulo 7 nos quais, como vimos, esses temas se resumiam a declarações de princípios, medidas paliativas, iniciativas isoladas, planos de consistência, ensaios acadêmicos reaproveitados, tudo isso fortemente contaminado pela fé que a natureza da inflação se resumia integralmente (ou predominantemente) à inércia e que não haveria nenhuma reconstrução profunda a ser feita no sempre pantanoso terreno das instituições fiscais e monetárias. Em contraste com essas posturas, o Plano Real começou pelo fim, com uma espécie de planejamento estratégico de atuação em temas associados aos chamados “fundamentos” fiscais e monetários para a estabilização. Paradoxalmente, portanto, o PAI servia menos para ações imediatas, conforme indicado pela sua designação, mas para reafirmar a urgência de começar o tratamento ao mesmo tempo que afastando a ideia de mais um susto. Diante disso, na percepção de Maria Clara do Prado, “o PAI funcionou como uma espécie de testamento antecipado (sic) em que se dizia que antes de algo mais profundo era

---

<sup>22</sup> Suplicy, 1993.

preciso mexer nas bases do Estado. Privatizar e fazer as chamadas reformas estruturais eram as principais linhas do projeto explícito de FHC naquela fase”.<sup>23</sup>

A despeito da objetividade do documento, a julgar pelo que propunha, no plano simbólico, o PAI procurava também construir a justificativa política para a austeridade fiscal e monetária, desse modo respondendo diretamente às tradicionais objeções pela esquerda à “estabilização ortodoxa” e à orientação fundamentalista que se queria imprimir nos ajustes macroeconômicos. Esta construção retórica seguiu o seguinte roteiro:

- O Brasil só consolidará sua democracia e reafirmará sua unidade como Nação soberana se superar as carências agudas e os desequilíbrios sociais que infernizam o dia-a-dia da população.
- A dívida social só será resgatada se houver ao mesmo tempo a retomada do crescimento auto sustentado da economia.
- A economia brasileira só voltará a crescer de forma duradoura se o país derrotar a superinflação que paralisa os investimentos e desorganiza a atividade produtiva.
- A superinflação só será definitivamente afastada do horizonte quando o governo acertar a ordem das suas contas, tanto na esfera da União como dos Estados e Municípios.
- E as contas públicas só serão acertadas se as forças políticas decidirem caminhar com firmeza nessa direção, deixando de lado interesses menores.<sup>24</sup>

A afirmação da democracia brasileira dependia de sua efetividade na solução de uma urgência nacional claramente definida, a inflação, cuja vilania impedia qualquer ambição relevante no tocante a crescimento e equidade. Não havia menções voluntaristas à “inflação inercial”, uma omissão que devia ser lida como rejeição, mas evitou-se a palavra “hiperinflação”, substituída por uma gasosa “superinflação”, uma cautela de menor importância, tendo em vista que o texto não deixava qualquer dúvida sobre a gravidade do quadro econômico e sobre o que estava em jogo. A dura mensagem do documento era simples: a democracia em si, por essencial que fosse, não santificava qualquer iniciativa, nem assegurava o desfecho econômico mais racional. Não obstante, democracia era uma consideração essencial sobre o modo de fazer, sobretudo em se tratando dos limites impostos pelo ordenamento jurídico. Um programa de estabilização não se decide em assembleia, mas por autoridades legitimamente constituídas exercendo poderes que as leis e a Constituição Federal lhes conferem. Nesse contexto, as alusões ao crescimento e aos desequilíbrios sociais não eram acidentais nem cerimoniais, embora parecessem prematuras ou presunçosas nesta hora tão grave. O país estava perdendo essas batalhas, a despeito da explosão de boas intenções. Era preciso estabelecer que a agenda da estabilização, incluídas reformas e novas instituições, representava o primeiro capítulo de uma agenda do desenvolvimento, e que, portanto, contrariamente, ao que tacitamente se aceitava até então, *a inflação não era nem necessária, nem conveniente para o desenvolvimento*. Era uma batalha conceitual que hoje parece

---

<sup>23</sup> Prado, 2005, p. 77.

<sup>24</sup> PAI, 1993, p. 2, grifos no original.

rasteira e acabada, mas que tinha muita importância na ocasião, quando a tese da “funcionalidade” da inflação ainda era muito forte<sup>25</sup>. Ao afirmar, como fez Fernando Henrique no anúncio do PAI, que “a inflação é um assassino oculto”<sup>26</sup>, aludindo à sua impessoalidade ou à dificuldade de nomear os antagonistas, e ao fato de que funcionava como um imposto, o ministro feria um nervo sensível e abria novas possibilidades para a Sociedade compreender o fenômeno inflacionário e seu combate. Dizer que a inflação brasileira tinha a natureza de um imposto que incidia precipuamente sobre o pobre era um truísmo para um economista de formação convencional, e mesmo para os outros, desde que familiarizado com Keynes, e particularmente com o seu trabalho sobre reforma monetária, originalmente publicado em 1923. Ali, o mestre observou que a receita “levantada através de emissão de notas é extraída do público da mesma forma que a taxaço sobre a cerveja ou pelo imposto de renda. O que o governo gasta o público paga. Não existe tal coisa como o déficit a descoberto”.<sup>27</sup> Mas, por óbvio que pudesse parecer, o conceito dessa estranha tributação que driblava os ritos constitucionais causava profundo estranhamento e considerável mal-estar a muitos personagens relevantes para a política fiscal e monetária do país. A curiosa reação do ministro Luciano Brandão, relator das contas do governo diante do TCU em 1993, indagando por ofício ao BCB o que era o “imposto inflacionário”, conforme relatado no Capítulo 2, fornecia um exemplo particularmente eloquente desses sentimentos.

O PAI resultou em enunciar com clareza o que muitos viam como precondições essenciais para a estabilização, agendas fundamentalistas de natureza variada que era preciso colocar em movimento e que se desdobrariam em inúmeras medidas e programas nos anos a seguir. É claro que não se podia assegurar *a priori* o ímpeto político para o avanço dessas agendas, por mais que o Presidente Itamar Franco e seu ministro da Fazenda assumissem compromissos nessa direção. Quando o Plano Real teve início em 28 de fevereiro de 1994 faltavam exatos 217 dias para as eleições presidenciais nas quais a oposição despontava como francamente favorita. O sucesso da estabilização, entretanto, poderia produzir uma atmosfera favorável para a continuidade do programa e de suas bases, e certamente abriria muitas possibilidades novas, tanto no plano político quanto nas alternativas para a política econômica, mas sempre por tempo definido e invariavelmente enfrentando o desafio de manter acesa a chama reformista. Na seção 8.6 adiante vamos recuperar em grandes linhas a

---

<sup>25</sup> Sobre os disfarces do inflacionismo e seu declínio ver Franco, 2005. Sobre uma avaliação contemporânea sobre o modo como a agenda da estabilização se convertia naturalmente em um roteiro para o desenvolvimento, ver Franco, 1999, cap. 1.

<sup>26</sup> Leitão, 2011, p. 256.

<sup>27</sup> Keynes, 1923, pp. 52-53.

sequência de providências e programas na seara fiscal e bancária, bem como a maneira pela qual o andamento dessas agendas no decorrer do tempo interagiu com o pulso da estabilização nos anos posteriores à reforma monetária que criou o real.

Uma última parada antes de tratar da reforma monetária de 1994 é necessária: a introdução do cruzeiro real em agosto de 1993, já sob os auspícios do ministro Fernando Henrique Cardoso, mas com a única e expressa intenção de “cortar zeros” e atendendo aos reiterados pedidos das autoridades responsáveis pelo meio circulante. A criação do cruzeiro real em substituição ao cruzeiro recriado pelo Plano Collor se deu pela Lei 8.697/93 conforme abaixo (grifos meus):

### **Lei 8.697 de 27 de agosto de 1993**

*Altera a moeda nacional, estabelecendo a denominação "cruzeiro real" para a unidade do sistema monetário brasileiro.*

Art. 1. A unidade do sistema monetário brasileiro passa a denominar-se cruzeiro real, a partir do primeiro dia do mês subsequente ao da publicação da Medida Provisória 336, de 1993.

§ 1. A nova unidade equivale a mil cruzeiros e tem como símbolo CR\$.

§ 2. A centésima parte do cruzeiro real, denominada “centavo”, e escrita sob a forma de fração decimal, precedida da vírgula que segue a unidade.

Art. 2. A partir da data mencionada no art. 1, serão grafados em cruzeiros reais os balanços, demonstrações contábeis e financeiras, cheques, títulos, preços, valores de contratos e todas as expressões pecuniárias que se possam traduzir em moeda nacional. (...)

Art. 3. As cédulas atualmente em circulação, emitidas no padrão cruzado novo ou em cruzeiros, com ou sem carimbo de correspondência, permanecem circulando normalmente, observada a equivalência de que trata o art. 1

Não havia inovação aqui, o cruzeiro real permitiu o corte de três zeros, da forma como efetuado em reformas monetárias anteriores, com extrema naturalidade e obedecendo às preocupações dos responsáveis pelo meio circulante com o excesso de zeros e de dígitos nos valores monetários e suas consequências práticas sobre os sistemas de pagamentos do país. Era um pequeno ensaio, ou um aquecimento, para o que viria a seguir e mais uma demonstração, ainda que meio trivial, que não havia grandes surpresas em preparação. Como em outras ocasiões, coube ao BCB determinar as características das novas cédulas, providenciar sua impressão e distribuição, bem como determinar os prazos para o recolhimento das cédulas velhas, que permaneciam em circulação carimbadas de forma a assinalar a taxa de câmbio entre uma e outra de um para mil. A maior cédula de cruzeiros em circulação naquele momento, agosto de 1993, trazia a efígie de Mario de Andrade, no valor de Cr\$ 500.000,00. Com a entrada em vigor da URV seis meses depois, seria publicada uma “série histórica” da URV, pela qual se verifica que a URV do dia 27 de agosto de 1993 foi de URV\$ 94,68, o que daria à cédula de Mário de Andrade o valor equivalente de URV\$ 5,281. Quando a URV ganhou o nome de real e a cédula de CR\$ 500,00 foi recolhida, seu valor era

de apenas R\$ 0,182. Se não tivesse ocorrido a reforma de 27 de agosto de 1993, um corte de cabelo em 28 de fevereiro de 1994 poderia custar algo como Cr\$ 110,0 milhões e as quantias maiores, no interior do mercado financeiro, por exemplo, entrariam facilmente no terreno do quatrilhão ou mais desafiando a capacidade das máquinas de calcular, computadores, etiquetas de preços e do meio circulante. No ritmo em que as coisas andavam em meados de 1993, era preciso cortar três zeros a cada ano simplesmente para evitar o ridículo, o que não é um assunto trivial quando se trata do sistema monetário.

## **8.2. Dilemas conceituais no desenho do real**

Enquanto, no Brasil, era rico o debate em torno de abordagens novas para a inflação elevada e as políticas de estabilização que cabiam no ambiente brasileiro, o paradigma estabelecido no exterior era dado pelo trabalho de Thomas Sargent, de 1982, no seio do movimento em torno das “expectativas racionais”, e como evolução do trabalho clássico de Philip Cagan, de 1956, que havia sido crucial para o que ficou conhecido como a “revolução monetarista”. Embora Cagan tratasse especificamente de demonstrar a estabilidade da demanda por moeda mesmo durante tempestades como as hiperinflações, o tratamento quantitativo e comparado dos diversos episódios permitiu o surgimento de *uma teoria* sobre a conexão entre o descontrole fiscal e a geração de receitas a partir da emissão de moeda. Sargent partia desta ideia e buscava explicar o fato de que a grande maioria das hiperinflações teve um fim súbito, ou ao menos uma queda muito substancial da inflação engendrada em programas de estabilização cuja principal característica teria sido uma quebra do modelo estabelecido de financiamento inflacionário do estado através do que designou como uma “mudança de regime” no tocante à política monetária e fiscal. A percepção, ou talvez a convicção sobre esta mudança drástica e substancial teria permitido uma rápida e decisiva reversão nas expectativas, que por sua vez explicaria não apenas o sucesso da estabilização, mas a espantosa velocidade com que se processou<sup>28</sup>.

Cagan e Sargent eram exemplos extraordinários de ensaios combinando fatos estilizados das hiperinflações com modelos analíticos muito bem construídos, respectivamente a interpretação monetarista das hiperinflações e a estabilização via expectativas racionais, com o propósito de estabelecer a abrangência desses modelos para

---

<sup>28</sup> Sargent, 1982, p. 92 *passim*.

situações extremas. Nenhum desses ensaios mergulhava profundamente nos detalhes de cada história, e muitas deficiências factuais podiam ser apontadas em cada um deles. Eram bem conhecidas da equipe do ministro Fernando Henrique tanto a insuficiência da interpretação monetarista para explicar o descontrole inflacionário, bem como a caracterização parcial e estilizada dos programas de estabilização bem-sucedidos em quatro casos tratados por Sargent – Alemanha, Áustria, Hungria e Polônia<sup>29</sup>. Entretanto, as lições de Sargent e Cagan pareciam essenciais para o desenho de programas de estabilização no Brasil, pois tratavam justamente das tarefas negligenciadas e deficiências de diagnóstico que fizeram naufragar os planos de estabilização resenhados no Capítulo 7. O descaso com os “fundamentos” permaneceu gritante em muitas etapas da construção da hiperinflação e também em cada um dos episódios de “choque heterodoxo”. A convergência de visões parecia clara, sendo certo que era crucial reabilitar as lições básicas do paradigma ortodoxo, com as devidas adaptações para o ambiente brasileiro, e aproveitar o que havia sobrado das inovações introduzidas nas tentativas fracassadas de estabilização. Era essencial colocar a correção nos “fundamentos” como prioridade do programa, como vimos na seção anterior a partir da lista de tarefas relacionadas pelo PAI que, sem dúvida, caracterizariam, caso implementadas, uma drástica “mudança de regime”, ou uma profunda “correção de fundamentos” que tomaria vários anos para ser empreendida.

Coincidentemente, ninguém menos que o próprio Sargent escreveu “cartas abertas” ao ministro da Fazenda brasileiro em três ocasiões alertando para o descaso com os “fundamentos”, como teremos a oportunidade de discutir em detalhe na seção 8.6. Não havia discordância quanto à necessidade de uma postura fundamentalista a partir de meados de 1993, quando o PAI foi proposto, especialmente em vista dos cinco fracassos seguidos narrados no Capítulo 7. Era natural, todavia, que em vista das dificuldades de implementação e das resistências presumíveis às propostas do PAI, houvesse descrença quanto às promessas do ministro Fernando Henrique e de suas ambições para reequilibrar as contas fiscais brasileiras. Era a reação consistente com “expectativas racionais” para o impacto imediato do PAI e não por outro motivo, a reação da população à este “não-pacote” foi proporcional ao descrédito acumulado pelos cinco choques anteriores. Fernando Henrique havia prometido expressamente: “a inflação não vai acabar com um tiro, mas com muito trabalho”,

---

<sup>29</sup> Esses temas foram temas longamente desenvolvidos pelo próprio autor em diversos ensaios, dois dos mais representativos são Franco, 1987 que trata especificamente do desenvolvimento da hiperinflação alemã, do papel da dolarização e da reforma monetária representada pelo *rentenmark* e Franco, 1990 que trata das reformas fiscais e do modo exato como a correção nos fundamentos se deu a cada um dos quatro países estudados por Sargent. Os detalhes desses debates nos afastariam demasiado dos propósitos deste capítulo.

diante do que, Miriam Leitão observaria que “o único alívio vinha da promessa do que não aconteceria”.<sup>30</sup>

Dito isso, era interessante observar mais de perto os casos analisados por Thomas Sargent em busca de *insights* para a delicada situação brasileira. Uma lição importante era referente ao fim súbito dessas inflações, que tinha uma explicação simples e familiar para o observador brasileiro: a “aceleração” da correção monetária, ou seja, a indexação praticada em períodos cada vez mais curtos e sua degeneração em um processo de dolarização, ou indexação generalizada pela taxa de câmbio, pois esta era a única variável disponível e utilizável para a indexação diária, ou mesmo horária, dos preços. A dolarização se mostrou inevitável em praticamente todas as hiperinflações, e em todos esses casos a estabilização foi executada pela fixação da taxa de câmbio, que funcionou como um mecanismo fluido e eficiente de coordenação de decisões, e que transmitiu a estabilidade do câmbio imediatamente para todos os preços. A percepção sobre a importância da dolarização na estabilização alemã em 1923, por exemplo, está bem estabelecida na historiografia<sup>31</sup>, bem como sua importância em eliminar a inércia, ou as descoordenações contratuais e outras fricções que dificultam um “fim súbito” para o processo, tal como determinado por algum sinal das políticas econômicas.

Enquanto isso, no Brasil, o encantamento com as teorias sobre “inflação inercial” havia desaparecido e o recurso repetido a congelamentos de preços havia criado uma dinâmica perversa de fixação defensiva de preços que se sobrepunha a uma profunda consciência sobre os efeitos venenosos da inflação sobre a economia. Não havia mais vestígio de ilusão monetária, que talvez nunca tivesse existido, e nem mais muita confiança em esquemas automáticos de indexação para defender os agentes econômicos das surpresas trazidas pela inflação, e especialmente pelos *planos de combate* à inflação. A formação de preços parecia mais e mais influenciada por expectativas informadas sobre a inflação futura e por movimentos *ad hoc* de autoridades nervosas, um fenômeno que está longe de ficar restrito ao Brasil.<sup>32</sup>

Se é verdade, entretanto, que a grande maioria das estabilizações de hiperinflações envolveram a fixação e manutenção da taxa de câmbio em níveis estáveis em economias dolarizadas, então, a boa notícia é que havia um caminho a explorar ainda não estudado e a má a de que a solução não parecia apropriada para o Brasil, onde a dolarização era muito

---

<sup>30</sup> Leitão, 2011, p. 156.

<sup>31</sup> Embora turvada pelas controvérsias sobre as causas primárias da inflação alemã, se monetárias ou oriundas do balanço de pagamentos. Para um resumo organizado desta tese para o caso alemão ver Merkin, 1982, p. 325.

<sup>32</sup> Num alentado estudo empírico de 45 episódios de “inflação elevada”, Fischer, Sahay e Vegh, 2002, mostraram resultados robustos em apoio à ideia que a inércia efetivamente diminui com a aceleração da inflação.

restrita, e nem parecia algo muito natural para uma economia muito fechada e com um longo histórico de embriaguez por controles cambiais. Na verdade, a indexação pela taxa de câmbio estava expressamente vedada em termos gerais pelo Decreto Lei 857/69, que a restringia às transações internacionais, e a migração da riqueza para ativos denominados ou indexados à taxa de câmbio também era muito limitada. Em ambas as acepções, a dolarização era muito mais avançada na Argentina<sup>33</sup>, onde um programa de estabilização baseado na fixação da taxa de câmbio e estabelecimento de uma “caixa de conversão” (*currency board*), e semelhante aos programas dos anos 1920 que restauravam um regime de câmbio fixo sob o padrão ouro, tinha sido implementado com surpreendente sucesso em abril de 1991. Era inevitável a impressão que, novamente, a Argentina parecia “prever” o que ocorreria, ou, ao menos a nova alternativa a ser adaptada ao Brasil.

O *currency board* não era uma ideia exatamente nova, e sua aplicação na Argentina havia provocado muita controvérsia pois representava a adoção de uma espécie de padrão ouro redivivo, com todos os seus defeitos e limitações, mas que muitos acreditavam ser a única solução para países reconhecidamente incapazes de organizar minimamente as suas instituições monetárias de forma responsável. É difícil negar que o *currency board* representava uma espécie de fracasso da nação em desenhar instituições monetárias minimamente efetivas para gerir uma moeda nacional de natureza fiduciária e, assim, no plano simbólico, parecia uma derrota talvez pior que própria hiperinflação, diante de um desafio que havia se apresentado em 1933. Pior que apenas um retorno acabrunhado a uma versão bem mais desconfortável, quase um simulacro inferior ao padrão ouro, era uma espécie de pena máxima no território dos pecados monetários, a perda de soberania, ou o abandono da ideia de uma moeda nacional.

A utilização de *currency boards* mundo afora, nesses anos, foi bem menos frequente e relevante do que se poderia imaginar à luz da movimentação de seus defensores mais eloquentes e obstinados, com destaque para o próprio ministro da Fazenda da Argentina, Domingo Cavallo. O sistema estava implantado em Hong Kong desde 1983, e fora estabelecido na Estônia em 1992 e na Lituânia em 1994<sup>34</sup>. Eram pouquíssimos casos, mas, para países com sistemas monetários confusos, era uma ameaça permanente, que foi “ativamente debatida, mas em última instância não adotada”<sup>35</sup> em um vasto número de países

---

<sup>33</sup> Feige *et al.*, 2003 trazem indicadores que permitem a comparação entre países na América Latina do avanço da dolarização, que era reconhecidamente pequeno no Brasil, sobretudo em comparação com outros países da região.

<sup>34</sup> Além desses países, os outros membros do clube eram Bermudas (desde 1915), Brunei (1952), Ilhas Cayman (1972), Djibuti (1949), Ilhas Falklands (1889), Ilhas Faro (1940) e Gibraltar (1927). Outros dois casos posteriores foram na Bósnia e na Bulgária ambos estabelecidos em 1997. *Cf.* Hanke, 2002, p. 89.

<sup>35</sup> Wolf *et al.*, 2008, p. 3.

ao longo dos anos 1990, incluindo a Indonésia, Rússia, Brasil, México, Polônia, Iraque, Palestina, Equador, quase sempre depois de uma grande desvalorização e das ansiedades aí provocadas, e amiúde por sugestão de organizações internacionais<sup>36</sup>. Era uma alternativa que valia manter no terreno das assombrações inclusive pelos seus opositores, ao lhes permitir o argumento nacionalista da “defesa” da moeda nacional<sup>37</sup>.

É verdade que a tese de que o mundo possuía “moedas demais” e que países que não conseguiam administrar a sua deveriam livrar-se dessa responsabilidade atingia o ápice de sua popularidade com o avanço do processo de unificação monetária na Europa, decidido em 1992, embora apenas implementado em 1999. Entretanto, a popularidade do *currency board* se devia talvez menos às suas virtudes, onde estava implantado, do que à extensa e bem documentada dolarização que espontaneamente havia ocorrido por todo o continente latino-americano, embora em doses variadas, mercê dos maus tratos sofridos por diversas moeda nacionais da região<sup>38</sup>. Em alguns casos mais extremos, como o da própria Argentina, para não falar em diversos países do Caribe, era como se um certo limiar - determinado por fugas de capital, déficits de credibilidade, ressentimentos decorrentes de “calotes”, obrigações não reconhecidas e disputas judiciais - houvesse sido ultrapassado de tal sorte que o estabelecimento da moeda nacional não se mostrasse mais viável. Não era o caso no Brasil, mas não era difícil vislumbrar essas nuvens no horizonte.

No Brasil, a ideia de *currency board* foi proposta em 1992 por André Lara Resende, porém, numa versão significativamente diferente do que estava sendo executado na Argentina, e quase como uma extensão da ideia anterior do Plano Larida, introduzido em 1984 pelo trabalho pioneiro de Pésio Arida e André Lara Resende pelo qual um sistema bi-monetário era estabelecido pela criação de uma moeda fiduciária indexada. Nessa nova versão, o esquema seria organizado de forma semelhante às antigas Caixa de Conversão (1906) e Caixa de Amortização (1928) que estudamos no Capítulo 5, porém com o *Board* como órgão independente do governo, talvez como uma fundação privada, que emitiria notas 100% lastreadas e conversíveis em reservas internacionais. Essas notas *não* teriam paridade com relação à moeda pré-existente, o cruzeiro, ficando, assim, estabelecido, um sistema bi-monetário onde *as duas moedas teriam entre si uma taxa de câmbio flutuante*. A ideia era que “a moeda lastreável e conversível do *Board* [seria] imediatamente estável e se [tornaria]

---

<sup>36</sup> No caso brasileiro, em 1999, em particular, a sugestão veio do exterior, após o fracasso da “banda diagonal endógena”.

<sup>37</sup> Um exemplo curioso é a coletânea organizada por Belluzzo & Batista Jr., de 1992, que reúne vários economistas heterodoxos, cujo título - “a luta pela sobrevivência da moeda nacional” - só pode ser entendido como paradoxo.

<sup>38</sup> Feige *et al.*, 2003.

referência para os contratos e as transações”, e assim, ficariam eliminadas “as referências à inflação passada e qualquer resíduo de inércia”. Nesse processo, “a economia vai se ‘dolarizando’ na moeda do *Board*, e perde gradualmente a memória inflacionária da moeda velha. Quando a referência à moeda velha estiver se tornando insignificante, basta fixar a paridade entre ela e a moeda do *Board*. A moeda velha, assim como no caso das hiperinflações abertas, terá seu valor imediatamente estabilizado”.<sup>39</sup>

A ideia de provocar um processo de “substituição de moeda” (*currency substitution*) semelhante a uma dolarização parecia promissora e interessante, mas suscitava uma objeção muito difícil de ser superada: a convivência entre duas moedas com uma flagrante diferença de “qualidade” poderia induzir ao público a rejeitar a moeda velha e com isso trazer “o risco de aceleração da inflação em cruzeiros até a hiperinflação aberta”.<sup>40</sup> Era a mesma crítica que havia paralisado, no passado, o Plano Larida. A despeito do enorme encantamento que esta ideia produziu desde o seu surgimento, e mesmo depois de muita reflexão e cogitação, o esquema acabou sem ser utilizado em nenhum dos planos de estabilização resenhados no Capítulo 7. A objeção básica, conforme acima sugerido, associada à operação da Lei de Gresham e suas consequências sobre a inflação na moeda inferior, era confirmada por precedentes históricos assustadores. Os raríssimos casos de hiperinflações *explosivas*, os piores e mais espetaculares dentre as hiperinflações conhecidas, indicavam uma associação clara entre a desestabilização da inflação e o estabelecimento de sistemas bi-monetários. Os riscos pareciam extraordinários em 1993, não apenas de uma hiperinflação, que, em verdade, já estava em pleno andamento, mas de um tipo ainda mais raro e virulento de patologia, *a inflação explosiva*. Vejamos exatamente o que isto quer dizer.

### **Inflações explosivas**

Dentre estes 24 episódios de hiperinflações observadas descritos em algum detalhe na Tabela 1.1 havia quatro casos especialmente singulares onde *a inflação ultrapassou 1.000% em um único mês e em mais de um mês*. São essas as situações que podemos designar como “explosivas”, os casos realmente extremos dessa doença já muito grave em suas manifestações ordinárias, e possivelmente com alguma exótica circunstância em comum. Em dois casos (Alemanha 1923 e Hungria 1946) a “explosão” estava diretamente associada à

---

<sup>39</sup> Adicionalmente, “para sustentar tal estabilidade, é evidente, será necessário que o excessivo déficit público tenha sido eliminado e que não haja emissão além da estritamente compatível com a demanda da moeda. Não há aqui nenhum milagre. Estabilidade monetária requer disciplina fiscal. Não há estabilidade sustentável sem equilíbrio orçamentário. Cf. Lara Resende, 1982, pp. 117, 118 *passim*.

<sup>40</sup> *Ibid.*, p. 118.

criação de uma moeda indexada. Em outros dois, Grécia (1944) e da Sérvia (1994), a explosão teve que ver com condições excepcionais relacionadas às guerras em que ambos os países estavam envolvidos. Adicionalmente, há pelo menos um caso interessante de moeda indexada que não produziu explosão, que foi o da União Soviética em 1923. Esses episódios, exceto pelo da Sérvia, são mostrados na Tabela 8.1 logo abaixo:

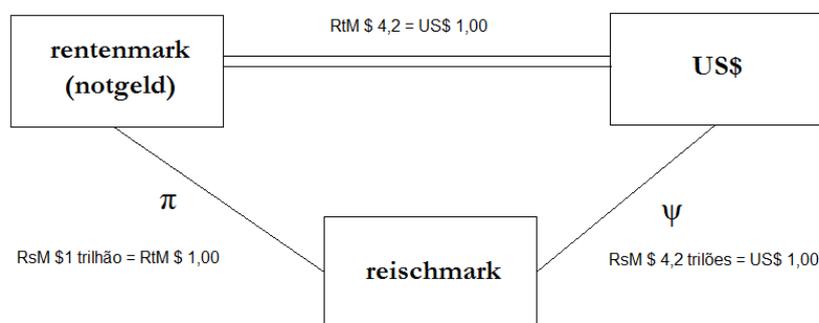
Tabela 8.1: Hiperinflações “explosivas”, casos selecionados.  
(taxas mensais de inflação, índices de custo de vida)

Alemanha		Hungria		Grécia		União Soviética	
1923	%	1945/46	%	1944	%	1923/24	%
Jan-Mar	69	Set-Nov	366	Jan-Mar	127	Abr-Jun	37
Abr-Jun	44	Dez-Fev	265	Abr-Jun	114	Jul-Set	62
Junho	100	Fevereiro	503	Junho	145	Setembro	72
Julho	395	Março	329	Julho	121	Outubro	97
Agosto	1.459	Abril	1.820	Agosto	534	Novembro	67
Setembro	2.460	Maiο	30.140	Setembro	1.917	Dezembro	110
Outubro	24.280	Junho	8.440.000	Outubro	7.459	Janeiro	136
Novembro	17.865	Julho	41.881 trilhões	Novembro	4.614	Fevereiro	213

Fontes: Alemanha, Bresciani-Turroni, 1937, Tabela V, p. 444; Hungria, Bomberger & Makinen, 1980, p. 557; Grécia, Palaret, 2000, tabela A1, pp. 121-123; União Soviética, Young, 1927, vol. 2, Tabela 81, p. 360

Para todos os casos a tabela mostra um período de onze meses terminando na pior leitura, geralmente coincidindo com o limiar da estabilização. Em todos os episódios a tabela mostra médias mensais para os dois primeiros trimestres, em geral, anteriores ao episódio da explosão. Nos casos da Alemanha e da União Soviética, que já estavam a certa distância da guerra, os números para a inflação não se mostram muito diferentes do que se viu no Brasil nos anos 1980, o que pode surpreender os que imaginavam que a experiência brasileira era radicalmente diferente das chamadas “hiperinflações clássicas”. Não era. *A inflação média na Alemanha nos três anos entre março de 1920 a março de 1923 foi de 20,0% mensais, nada muito diferente dos 16% mensais experimentados pelo Brasil nos 182 meses entre abril de 1980 e maio de 1995.* Algo muito singular têm lugar depois de junho de 1923 na Alemanha, como se vê na Tabela 8.1, e que discrepava muito substancialmente do que vinha ocorrendo até aquele momento, e também do que se passava em quatro outros países experimentando hiperinflações na mesma ocasião, a saber, Áustria, Hungria, União Soviética e Polônia. Tinha início aí um processo inflacionário cuja ordem de grandeza diferia de qualquer outra experiência conhecida até aquele momento, e desafiava explicações. A turbulência política era enorme, e a resistência passiva à ocupação francesa da região do Ruhr, em razão do impasse em torno das reparações de guerra, criavam enormes incertezas, e muita instabilidade no câmbio e na inflação. Entretanto, foi exatamente nesse momento que teve lugar um fenômeno muito raro, talvez

único, em grandes inflações: a disseminação por todo o país de emissões privadas de moedas indexadas ou lastreadas de natureza variada em pequenas denominações e destinadas a servir como meio de pagamento e de troca em circuitos e comunidades específicas. Há registro de cerca de 4 mil emissões diferentes desses “dinheiros de emergência de valor estável” (*wertbeständiges notgeld*) com os mais variados emissores (prefeituras, empresas, igrejas) e “lastros” ou indexadores (trigo, centeio, carvão, quilowatts, ouro, cobre, moedas estrangeiras). Muitos receberam a inovação como providencial e necessária em meio ao caos inflacionário, mas outros, em contraste, enxergaram aí um “acontecimento muito sério que significava que o controle exercido pelo *Reischbank* sobre a oferta de moeda estava praticamente terminado”<sup>41</sup>. Não há senão estimativas para os volumes dessas emissões, com base nas quais é possível estabelecer que em novembro de 1923, para uma oferta total de meios de pagamento da ordem de US\$ 564 Milhões, cerca de US\$ 532 Milhões era formado por *notgeld*, empréstimos-ouro do governo e moedas estrangeiras. Em 15 de dezembro, com menos de um mês de estabilidade, os meios de pagamento atingem US\$ 942 Milhões, onde US\$ 817 Milhões são instrumentos “de valor estável”, incluindo US\$ 199 Milhões de *rentenmark*<sup>42</sup>. O mecanismo pelo qual as emissões privadas de emergência, e posteriormente o *rentenmark*, vinham a ter “valor estável” pode ser observado com o auxílio do diagrama abaixo:



A relação “estável” entre o “dinheiro de emergência” (*notgeld*) e o dólar, evidenciado pela linha cheia na parte de cima do diagrama, decorria do fato de a relação entre os dinheiros de emergência e o *reischmark* estar governada pela conexão (indexação) com algum lastro que capturava a inflação ocorrida ( $\pi$ ), ou variação do preço do lastro, enquanto que a taxa de desvalorização entre o *reischmark* e o US\$ ( $\psi$ ) era dada em mercado. Se  $\pi = \psi$ , mesmo que de

<sup>41</sup> Rowley, 1994, p. 117 e Franco, 1989 (a), pp. 436-437.

<sup>42</sup> Franco, 1987, tabela 2, p. 104.

forma aproximada, o *notgeld* mantinha uma relação estável com o dólar, dependendo da credibilidade do emissor, do lastreamento e das características da emissão. Era uma experiência sem igual de emissão privada livre, à moda dos experimentos de *free banking*, surgida espontaneamente de condições extremas, mas que não chegou a produzir maiores efeitos adversos sobre a inflação durante o primeiro semestre de 1923, até que o próprio governo resolveu experimentar o mesmo mecanismo em escala nacional. A motivação inicial há de ter sido apenas fiscal, pois as primeiras emissões de títulos indexados a moedas estrangeiras tiveram grandes denominações e não se destinavam a servir como meio de pagamento. Logo depois, em agosto de 1923, ao emitir títulos indexados ao portador em pequenas denominações com o intuito expresso de permitir a utilização de tais títulos como dinheiro o governo embarcou em um caminho perigoso. Na ocasião a iniciativa foi descrita como “o abandono oficial do marco”<sup>43</sup>, mas já se cogitava construir uma nova moeda baseada nesse mecanismo a partir de propostas de Carl Helfferich para um *roggenmark* baseado no preço do centeio emitido por um novo estabelecimento emissor paralelo ao *Reischbank*<sup>44</sup>. A ideia evoluiu para uma moeda indexada baseada na taxa de câmbio, o *rentenmark*, a ser emitido por um novo banco emissor (*Rentenbank*), que posteriormente se juntaria ao *Reischbank* em um único banco presidido por Hjalmar Schacht. O lastro seria formado por títulos do Tesouro também indexados à taxa de câmbio (*rentenbriefes*), e destinada a substituir o *reischmark*. Aceitação do *rentenmark* como moeda de valor estável podia surpreender os que não estivessem familiarizados com a disseminação desses instrumentos indexados nos meses anteriores, mas sua introdução se deu com relativa naturalidade, e simultaneamente à fixação da taxa de câmbio pelo *Reischbank* em meados de novembro de 1923. A hiperinflação teve um fim súbito, a estabilização teve sustentabilidade em razão do cuidado com os fundamentos, além de desenvolvimentos, logo a seguir, dando solução para o problema das reparações de guerra, e o episódio passou à História com o título “milagre do *rentenmark*”.<sup>45</sup>

Não obstante o sucesso da moeda indexada oficial em novembro, há pouca dúvida que a proliferação do “dinheiro de emergência de valor estável”, seguida dos bônus do Tesouro em pequenas denominações, trouxeram como subproduto fazer disparar o processo explosivo mostrado na Tabela 8.1. A Lei de Gresham provocou uma pressão irresistível para o público se livrar da moeda regular, assim disparando uma explosão dos preços nela

---

<sup>43</sup> Franco, 1989 (A), p. 439.

<sup>44</sup> Para os detalhes ver Feldman, 1997, p. 708.

<sup>45</sup> Para o desenvolvimento desse processo ver Franco, 1987.

denominados, o que levou a hiperinflação alemã para o domínio do impensável. É certo que a emissão do *rentenmark*, uma moeda indexada semelhante às diversas que circularam anteriormente, foi bem-sucedida, embora manchada pela explosão inflacionária ocorrida a partir de junho de 1923. Foi uma experiência tremendamente reveladora e útil para o que posteriormente se faria no Brasil.

É curioso que a introdução de uma moeda paralela de valor estável na União Soviética, o *chervonetz* em novembro de 1922 não tenha tido efeito semelhante. É verdade que a nova moeda foi emitida com parcimônia pelo recém-criado banco central do novo regime bolchevique, uma vez passado o delírio de se estabelecer uma economia de troca, sem moeda, enquanto o Tesouro mantinha-se emitindo rublos que já se imaginava desmonetizar em futuro próximo. O *chervonetz* tinha lastro fracionário, regras rígidas de emissão e logo firmou sua cotação em mercado com as moedas estrangeiras enquanto o rublo permanecia desvalorizando em ritmo de hiperinflação. O *chervonetz* funcionava como o “rublo-ouro” anterior à guerra: não era uma moeda indexada, mas lastreada à moda do padrão ouro, ou de um *currency board*. É verdade que o *chervonetz* não se disseminou tanto quanto as moedas indexadas na Alemanha, e talvez por isso não tenha havia uma corrida contra o rublo, ainda muito demandado ao menos como moeda para fins de troca<sup>46</sup>, embora os indícios dessa tensão fossem claros para as autoridades. Conforme um relato contemporâneo, “durante quinze meses o *chervonetz* e o rublo circularam lado a lado, mas estiveram bem distantes de viver em paz. Um ou outro estava esperando a oportunidade de expulsar o outro da circulação. Tentativas de reconciliar as duas emissões produziram resultados ruins e parecia que o problema não tinha solução”.<sup>47</sup> No outono de 1923, quando já se dizia que a situação caminhava para o insustentável<sup>48</sup>, o rublo foi desmonetizado, o *chervonetz* se tornou a única moeda nacional e o novo estado soviético teve que equilibrar suas contas e manter seu banco central isolado das necessidades fiscais do estado comunista. Conforme a análise de Katzennellenbaum, “as receitas decorrentes do papel moeda, que cessaram com as emissões do dinheiro soviético [rublos], foram mais do que compensadas por receitas tributárias, redução do déficit das ferrovias estatais, etc., de tal sorte que o Comissariado do Povo para as Finanças tem sido capaz, desde então, de manter um orçamento praticamente sem

<sup>46</sup> O legado das tentativas de se eliminar o dinheiro e se estabelecer uma economia de trocas sem a interveniência dessa mercadoria burguesa diabólica tinha sido o de criar uma situação de profunda escassez de meio circulante, o que tornava este ambiente um tanto singular para a experiência de coexistência de duas moedas de pagamento.

<sup>47</sup> Katzennellenbaum, 1925, p. 120.

<sup>48</sup> Conforme o depoimento de Leonid Yourovski, Chefe do Bureau de Câmbio e Moedas Estrangeiras do Comissariado das Finanças do governo soviético na coletânea organizada, sob os auspícios de uma comissão do Senado Americano, por Young, 1925, vol. 1 p. 253.

déficit”.<sup>49</sup> A experiência soviética, portanto, não serve para negar os efeitos desestabilizadores da competição entre dois meios de pagamento, mas revelava que os riscos poderiam ser mitigados. Ademais, o episódio parecia confirmar que os fundamentos da estabilização monetária no estado comunista eram exatamente os mesmos necessários para os outros “modos de produção”.

Os casos de Hungria e Grécia diferem de Alemanha e União Soviética, para começar por que, em ambos os casos, os países ainda estavam em guerra, ou muito próximos dela. Durante o período coberto pela Tabela 8.1 a Grécia estava sob ocupação alemã. Talvez em nenhuma outra experiência monetária conhecida o banco central tenha sido utilizado tão direta e deliberadamente para a maximização de receitas de senhoriagem<sup>50</sup>. O Comissário Chefe da ocupação nazista, Hermann Neubacher sabia que deveria financiar a ocupação com recursos locais e que o único imposto que os gregos não seriam capazes de evitar era o provocado pela inflação. Assim funcionou durante um bom tempo até que a perspectiva de derrota dos alemães provocou uma elevação nas emissões de moeda que já se mostrava contraproducente e incapaz de produzir os efeitos esperados. O banco central grego parecia estar no “lado errado” da Curva de Laffer, com receitas decorrentes do imposto inflacionário cada vez menores conforme a inflação se acelerava. Nessas circunstâncias, os alemães tiveram que importar ouro para custear seus esforços, mas, em agosto de 1944, quando Neubacher foi a Berlim pedir mais ouro, “Hitler se mostrou cético quanto à liberação, pois reconhecia a conveniência de preservar a dracma como fonte de senhoriagem. Ele sugeriu a Neubacher a criação de um *Rentendracma* em bases semelhantes ao *Rentenmark* da estabilização [alemã] de 1923”.<sup>51</sup> O *Führer* pensara no processo de remonetização que se seguiu à estabilização de 1923 e aos ganhos de senhoriagem daí derivados, mas não se deu conta que o processo se devia ao aumento de demanda de moeda decorrente do aumento da confiança e do sucesso da estabilização. É claro que a situação era bem outra na Grécia ocupada e prestes a ser invadida. Neubacher rechaçou a ideia: “não duraria quinze minutos, o que significa o tempo necessário para o primeiro grego demandar ouro no banco de emissão em troca dessa nota”<sup>52</sup>. Sem novos recursos em moeda forte para custear a ocupação e o esforço

---

<sup>49</sup> Katzennellenbaum, 1925, p. 148.

<sup>50</sup> Muitos modelos para hiperinflações as enxergam apenas como processos através dos quais a autoridade emissora procura extrair o máximo de senhoriagem dada a restrição dada pelo formato da curva de demanda por moeda. Era bem esse o espírito do estudo clássico de Philip Cagan e de dezenas de outros que estenderam e refinaram seus achados. Sem prejuízo da tese de que a hiperinflação era uma doença da moeda, é simplista imaginar que processos sociais tão complexos tenham origem exclusivamente no banco central e possam ali ser terminados como se as autoridades monetárias operassem no vácuo social e político.

<sup>51</sup> Palairat, 2000, p. 38.

<sup>52</sup> *Idem, ibidem.*

de guerra, o banco central desandou a praticar uma administração abertamente predatória da oferta de dracmas e assim a trajetória da inflação grega, depois de agosto de 1944, mostra-se explosiva. Na verdade, conforme uma observação contemporânea, “a deterioração máxima da dracma ocorreu depois da libertação de Atenas [em outubro de 1944] por conta da impossibilidade de se instituir reformas monetárias adequadas”.<sup>53</sup> A hiperinflação explosiva teria fim, mas, de acordo com a tese central de Michael Palairret, este seria apenas o segundo dos quatro finais da hiperinflação grega, que ainda se prolongaria até 1946, algumas oitavas mais abaixo, com tensões que se transmitiram para os aliados quanto a responsabilidade pelos custos da reconstrução<sup>54</sup>.

O caso da Sérvia, bem menos documentado e estudado, foi praticamente contemporâneo à experiência do real e não era conhecido no Brasil no momento em que Fernando Henrique assumia a Fazenda. A indicação de que possa ter havido uma explosão advém de Fischer *et alii* que fixam o período de hiperinflação entre fevereiro de 1993 e janeiro de 1994, e reportam o pior mês com 175.093% de inflação<sup>55</sup>. Era o segundo episódio de inflação elevada a ocorrer nestes territórios, que faziam parte da antiga Iugoslávia, em cuja trajetória é de se destacar a semelhança com os andamentos brasileiros, inclusive no uso recorrente do congelamento de preços. Ao longo dos anos 1980 a Iugoslávia passou por diversos planos de estabilização malsucedidos, até que, em fins de 1987, quando a inflação já passava dos 200% anuais, um malogrado congelamento desestabilizou ainda mais o país. No primeiro trimestre de 1989 a inflação anualizada já havia saltado para os 500%, e em resposta, foi implementado um novo plano heterodoxo de congelamento de preços e salários, com políticas monetária e fiscal restritivas, e a introdução de uma moeda forte com taxa de câmbio fixa e apoio do FMI. A inflação mensal caiu a um dígito até meados de 1990<sup>56</sup>, quando, todavia, as eleições nas seis repúblicas da Iugoslávia indicaram que o país estava se esfacelando. A combinação de fatores adversos era particularmente severa, incluindo a desagregação do país, a transição para a economia de mercado, o colapso do comércio regional, conflitos armados de grande complexidade e violência varrendo várias das novas repúblicas e um embargo pelas Nações Unidas. A barreira dos 50% foi superada em fevereiro de 1992 de acordo com Petrovic, Bogatic & Vujosevic, que reportam uma inflação média mensal para o ano de 1993 de impressionantes 1.011%, assim configurando, a se confiar

---

<sup>53</sup> Delivanis & Cleveland, 1949, p. 91.

<sup>54</sup> Palairret, 2000, p. 9.

<sup>55</sup> Fischer *et alii*, 2002, tabela 2, p. 841.

<sup>56</sup> Kolodko, Gotz-Kozierkiewicz & Skrzyszewska, 1992, p. 58 *passim*.

nesses números, a segunda pior hiperinflação registrada, apenas atrás da Hungria de 1946<sup>57</sup>. Era uma situação de guerra civil e de uma tragédia humanitária, com discrepâncias de dados muito significativas com os de Fischer *et alii*, e muitas dúvidas sobre o que efetivamente se passava com a inflação.

A hiperinflação na Hungria em 1946 é, de longe, a maior e mais impressionante de todas a julgar pelos números da Tabela 8.1: 41.881 trilhões para um único mês, significava uma inflação de cerca de 307% ao dia, ou 6,0% por hora! A hiperinflação alemã de 1923, cujo pior mês registrou 24.280%, se tornava um pálido ensaio do que poderia ser uma verdadeira catástrofe monetária. A tragédia húngara tinha múltiplas dimensões, uma combinação única de circunstâncias infelizes. A Hungria era um dos aliados menores do Eixo, e serviu como campo de batalha e de devastação, sendo que Budapeste foi liberada apenas depois de um longo cerco e de infindáveis tiroteios pelas ruas. Em seguida, a cidade foi pilhada pelos nazistas que se retiravam e, em sequência, pelos russos que chegavam. O armistício em janeiro de 1945 fez cessar as hostilidades, mas colocou o país sob a obrigação de pagar reparações de guerra e sob o controle de uma comissão de aliados controlada pelos soviéticos cujas ações pareciam sugerir certa funcionalidade na hiperinflação para “alcançar o objetivo político de destruir a classe média”<sup>58</sup>. Em dezembro de 1945 as autoridades implementaram uma reforma monetária do tipo 1, na classificação de John Gurley de que tratamos no capítulo anterior a propósito do Plano Collor 1, pela qual todas as cédulas de 1000 *pengö* perdiam poder liberatório caso não tivessem um carimbo oficial que era vendido pelo governo por 3000 *pengö*. Com este exótico mecanismo, “o dono de quatro notas de 1000 *pengö* podia ficar com apenas uma se sacrificasse as outras três”<sup>59</sup>. A introdução do *pengö fiscal*, a moeda indexada, ocorre logo em seguida no início de 1946, e teve suas utilizações ampliadas em sequência, partindo da denominação dos depósitos bancários até a emissão de cédulas em junho, quando a moeda indexada praticamente expulsa a moeda velha de circulação. Combinavam-se de forma perversa, nesse processo, a insegurança quanto à precisão da indexação, com a inflação na moeda indexada. Parece haver pouca dúvida entre os historiadores do episódio que o *pengö fiscal* foi “o fator crucial para converter uma hiperinflação já severa no caos monetário completo”<sup>60</sup>.

<sup>57</sup> Tabela 1, p. 339. Esses autores ignoraram os dados oficiais de inflação para os últimos três meses do episódio, que mostravam “variações de outra ordem de magnitude” (*cf.* Petrovic, Bogatic & Vujosevic, 1999, p. 342) o que, todavia, pode ser devido à reforma monetária que cortou seis zeros do dinar exatamente nesse período.

<sup>58</sup> Bomberger & Makinen, 1983, p. 807.

<sup>59</sup> Nogaro, 1948, p. 529.

<sup>60</sup> Bomberger & Makinen, 1980, p. 558. Com a exceção de Sturzenegger, 1994.

É impressionante que todos esses eventos insólitos em países distantes estivessem tão presentes na mente dos que estudavam os caminhos da estabilização brasileira no início dos anos 1990. Por um tempo injustificavelmente longo o Brasil esmerou-se em fingir que não vivia uma urgência nacional, e de muitas maneiras esse sentimento de alienação e negação ainda prevalecia em 1993. Diante deste entorno, e dos apavorantes antecedentes acima descritos em detalhe as primeiras conversas sobre sistemas bi-monetários, quando Fernando Henrique Cardoso chegou à Fazenda, foram muito cuidadosas e temperadas por imensa cautela. Independente dos méritos do novo mecanismo que se pudesse conceber, a grande questão era a da capacidade de execução, para não falar de fundamentos, sobretudo em soluções complexas envolvendo muitos riscos. Não era possível pensar em esquemas tão delicados e perigosos, ainda que potencialmente eficazes para o caso brasileiro, na ausência de absoluto controle sobre cada detalhe na condução do processo, sem falar nas pré-condições fiscais e monetárias, já esboçadas no PAI, que faltaram aos outros planos. As certezas eram mínimas tanto sobre a verdadeira extensão da “carta branca” oferecida pelo presidente Itamar Franco ao Ministro da Fazenda, ou sobre o real engajamento do presidente na implementação das agendas definidas pelo PAI e sobre sua disposição de não poluir o plano de estabilização com considerações políticas ou idiosincrasias pessoais.

A marcha dos acontecimentos, bem como as etapas da concepção e construção da reforma monetária exibida e analisada na próxima seção, foi documentada em diversos relatos<sup>61</sup>, incluindo os volumes de memórias e depoimentos do presidente Fernando Henrique Cardoso<sup>62</sup>. Este trabalho não tratará dos infindáveis detalhes deste percurso, mas dos resultados acabados para o problema, conforme exibidos a seguir. Conforme tem sido a norma no decorrer desse volume, vamos manter certa distância da algaravia dos arquitetos, pedreiros e pintores durante o processo de construção, das especulações e ensaios, do madeirame dos andaimes, sempre difíceis de vislumbrar quando se contempla a catedral acabada, imponente e silenciosa, como se tivesse sido criada por um sopro dos céus.

### **8.3. A reforma monetária e a mágica da URV**

---

<sup>61</sup> Prado, 2005; Fiuza, 2006; Leitão, 2011 e Dimenstein & Souza, 1994, são os principais.

<sup>62</sup> Cardoso, 2006, 2011 2013;

O Plano Real teve três datas importantes, sendo a primeira e principal a da Medida Provisória 434, de 27 de fevereiro de 1994, a qual, depois de três reedições se tornou a Lei 8.880, de 27 de maio de 1994. A segunda foi a Medida Provisória 542, de 30 de junho de 1994, editada quatro meses depois da primeira, que complementava a reforma monetária com as primeiras emissões do real, trazia algumas inovações institucionais e que se tornaria a Lei 9.069 em 29 de junho de 1995. Mais ou menos simultaneamente, ao redor de um ano depois das primeiras emissões do real, a Medida Provisória 1.053/95 trouxe diversas providências de consolidação, pertinentes ao tema da desindexação. Repita-se que a inflação acumulada nos primeiros 12 meses do real foi 33%, medida pelo IPC-r, portanto, não era ainda um momento totalmente seguro para uma desindexação radical, tanto que a MP 1.053/95 veio a se tornar a Lei 10.192/01 apenas em 14 de fevereiro de 2001 depois de 73 reedições. Esses três dispositivos, e as inúmeras normas auxiliares e de regulamentação a eles associados, adiante referidas, configuram as providências de natureza monetária que definem o Plano Real.

A Lei 8.880/94 era o dispositivo chave, e que continha as principais inovações da reforma monetária a começar pela criação da URV (Unidade Real de Valor), o coração do programa, cuja arquitetura básica era a seguinte (grifos meus):

**Lei 8.880 de 27 de maio de 1994**

*Dispõe sobre o Programa de Estabilização Econômica e o Sistema Monetário Nacional, institui a Unidade Real de Valor (URV) e dá outras providências*

Art. 1. Fica instituída a Unidade Real de Valor - URV, dotada de curso legal para servir exclusivamente como padrão de valor monetário, de acordo com o disposto nesta Lei.

§ 1. A URV, juntamente com o Cruzeiro Real, integra o Sistema Monetário Nacional, continuando o Cruzeiro Real a ser utilizado como meio de pagamento dotado de poder liberatório, de conformidade com o disposto no art. 3.

§ 2. A URV, no dia 1 de março de 1994, corresponde a CR\$ 647,50 (seiscentos e quarenta e sete cruzeiros reais e cinquenta centavos).

Art. 2. A URV será dotada de poder liberatório, a partir de sua emissão pelo BCB, quando passará a denominar-se Real.

§ 1. As importâncias em dinheiro, expressas em Real, serão grafadas precedidas do símbolo R\$.

§ 2. A centésima parte do Real, denominada centavo, será escrita sob a forma decimal, precedida da vírgula que segue a unidade.

Art. 3. Por ocasião da primeira emissão do Real tratada no caput do art. 2, o Cruzeiro Real não mais integrará o Sistema Monetário Nacional, deixando de ter curso legal e poder liberatório.

§ 1. A primeira emissão do Real ocorrerá no dia 1 de julho de 1994.

§ 2. As regras e condições de emissão do Real serão estabelecidas em lei.

§ 3. A partir da primeira emissão do Real, as atuais cédulas e moedas representativas do Cruzeiro Real continuarão em circulação como meios de pagamento, até que sejam substituídas pela nova moeda no meio circulante, observada a paridade entre o Cruzeiro Real e o Real fixado pelo BCB naquela data.

§ 4. O BCB disciplinará a forma, prazo e condições da substituição prevista no parágrafo anterior.

Art. 4. O BCB, até a emissão do Real, fixará a paridade diária entre o Cruzeiro Real e a URV, tomando por base a perda do poder aquisitivo do Cruzeiro Real.

§ 1. O BCB poderá contratar, independentemente de processo licitatório, institutos de pesquisas, de preços, de reconhecida reputação, para auxiliá-lo em cálculos pertinentes ao disposto no caput deste artigo.

§ 2. A perda de poder aquisitivo do Cruzeiro Real, em relação à URV, poderá ser usada como índice de correção monetária.

§ 3. O Poder Executivo publicará a metodologia adotada para o cálculo da paridade diária entre o Cruzeiro Real e a URV.

Art. 5. O valor da URV, em cruzeiros reais, será utilizado pelo BCB como parâmetro básico para negociação com moeda estrangeira.

Parágrafo Único - O CMN disciplinará o disposto neste artigo.

A criação de mais um “indexador” como o primeiro passo conceitual dessa delicada construção, por curioso que pudesse parecer, não causava qualquer estranhamento a uma população já saturada de moedas de conta e índices da inflação, sempre associados e configurados a fórmulas de indexação, ocupando diariamente ao menos uma meia página de jornal com suas cotações diárias. A ORTN fora criada em 1964, a correção monetária se disseminou de forma avassaladora desde então, conforme documentamos no Capítulo 2, e as interrupções e retomadas a que esteve sujeita, em razão dos planos econômicos resenhados no Capítulo 7, multiplicaram as siglas, índices e acrônimos designando fórmulas particulares de indexação tal qual “uma parte desse ‘bem público’ denominado moeda nacional, a parte que tinha que ver com a função ‘unidade de conta’, [tivesse] sido ‘privatizada’ entre diversos entes cada qual prestando a públicos específicos o serviço que o Estado, o mais especificamente o Governo Federal, deveria fornecer à sociedade”.<sup>63</sup>

Nesse contexto, a URV era parecida com coisas que já existiam, como o MVR (Maior Valor de Referência), ao menos nas letras, a UPC (Unidade Padrão de Capital), criada para o circuito da construção (que também utilizava a TR, a TRD e o CUB, Custo Unitário Básico) e com a UT (Unidade Taximétrica), que vinha se firmando a nível municipal. Eram inúmeras unidades e acrônimos, mas, não por coincidência, e logo adiante veremos as razões, o parente mais próximo da URV era a UFIR, criada pela Lei 8.383/91 “como medida de valor e parâmetro de atualização monetária de tributos e de valores expressos em cruzeiros na legislação tributária federal, bem como os relativos a multas e penalidades de qualquer natureza” (Art. 1).

---

<sup>63</sup> Franco, 1995, p. 35.

Mas, diferentemente de todas essas outras criaturas, a URV se distinguia por fazer explícito o que se observou anteriormente com a ORTN de forma tácita, e foi descrito por Arnaldo Wald como “bigamia monetária”<sup>64</sup>: a URV era sim *uma moeda de conta oficial*, de utilização universal, inclusive para salários e benefícios da previdência, embora não irrestrita, com diversos limites e particularidades estabelecidas na lei, a principal das quais a de que a URV não podia ser utilizada para pagamentos, nem existia fisicamente ou em forma de depósitos, nem mesmo poderia ser negociada em qualquer encarnação escritural ou instrumento financeiro. Daí o enunciado formal pelo qual a URV era “dotada de curso legal para servir exclusivamente como padrão de valor monetário” (Art. 1, *caput*). O sentido de “curso legal”, conforme estudado no Capítulo 2, está ligado às propriedades formais da moeda definidas em lei, a de servir como meio de pagamentos e de unidade de conta (ou padrão de valor, ou do formato legalmente aceito de enunciar obrigações pecuniárias), porém, neste caso, a lei determinou que a nova unidade de conta, a URV, destinava-se a cumprir “exclusivamente” esta segunda função. A ideia de curso legal traz consigo a noção de irrecusabilidade, sobretudo quando associada a seu uso como meio de pagamento<sup>65</sup>, mas em se tratando da função moeda de conta, o sentido é semelhante ao sugerido pela Lei 6.423/77 onde ficou estabelecido que “a correção, em virtude de disposição legal ou estipulação de negócio jurídico, da expressão monetária de obrigação pecuniária somente poderá ter por base a variação nominal da Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional (ORTN)” (Art. 1). Esta interpretação era confirmada pelo disposto no Artigo 10 desta mesma Lei 8.880/94 pelo qual “os valores das obrigações pecuniárias de qualquer natureza, contraídas a partir de 15 de março de 1994, inclusive, para serem cumpridas ou liquidadas com prazo superior a trinta dias, serão, obrigatoriamente, expressos em URV”. Tratava-se, portanto, de determinar que enunciados monetários seriam reconhecíveis pela lei sobretudo quando considerada a perda de poder aquisitivo do cruzeiro real.

Assim definida, a URV se tornou parte do sistema monetário nacional juntamente com o cruzeiro real (Art. 1, §1), continuando este a funcionar como meio de pagamento dotado de poder liberatório. Esta era a “divisão de trabalho” implícita na ideia de correção monetária, ou de separação entre a moeda de pagamento e o *quantum* a ser entregue ao credor, observada a legislação sobre a forma válida de aferir e expressar a perda de poder aquisitivo da moeda de pagamentos. Nem sempre a correção monetária era tratada como assunto monetário, como na Lei 8.880/94, por óbvio que possa parecer, embora suas definições em muito se

---

<sup>64</sup> Wald, 1983, p. 12.

<sup>65</sup> Mendes & Nascimento, 1991, p. 49.

parecessem com as que vigoraram sob a égide da Lei 6.423/77. O Acórdão pioneiro do ministro Cordeiro Guerra em 1985, de que tratamos longamente no capítulo anterior, era precedente valioso, mas era mais comum que se tratasse da correção monetária como assunto pertinente à disciplina dos contratos, perdendo-se de vista que se tratava de escolha de moeda de conta. No Capítulo 2 vimos como o “valorismo” enfrentou dificuldades em penetrar numa legislação monetária de caráter marcadamente nominalista, mesmo diante da presença ubíqua da inflação. Em 1977 a ORTN começa a ser vista exatamente como a URV, mas não avança a ideia de considerá-la uma “segunda” moeda. A URV, no entanto, caminhou ainda mais um largo passo adiante num terreno onde nem se cogitou que a ORTN pudesse penetrar: o Artigo 2 previa, para algum ponto no futuro, a emissão de cédulas de URV pelo BCB, quando, então “a URV será dotada de poder liberatório” e, portanto, passará a servir também como moeda de pagamentos, e “passará a denominar-se real”.<sup>66</sup> A URV, portanto, além de ser moeda de conta geral, era o real “em ser”, e assim ficava definida e encomendada uma reforma monetária completa, igual a outras tantas documentadas neste trabalho, com as disposições de praxe para estas situações definidas nos §§1 e 2 do Artigo 2, pela qual a “meia moeda”, a URV, se “completava” ao se tornar também moeda para pagamentos com poder liberatório, e, simultaneamente, o cruzeiro real “não mais integrar[ia] o Sistema Monetário Nacional, deixando de ter curso legal e poder liberatório” (Art. 3).

Nem por um segundo dois meios de pagamento coexistiriam na circulação, a fim de evitar as tensões narradas na seção anterior envolvendo a convivência de duas moedas de pagamento, e havendo, inclusive algumas restrições sérias a que a URV pudesse ser reconfigurada em tratativas privadas como meio de pagamento. Para tanto foi importante preservar a “bigamia monetária”, ou a divisão de funções entre URV e cruzeiro real, vale dizer, entre a moeda de conta e a de pagamentos, através dos seguintes dispositivos (grifos meus):

Art. 8. Até a emissão do Real, será obrigatória a expressão de valores em Cruzeiro Real, facultada a concomitante expressão em URV, ressalvado o disposto no art. 38:

- I - nos preços públicos e tarifas dos serviços públicos;
- II - nas etiquetas e tabelas de preços;
- III - em qualquer outra referência a preços nas atividades econômicas em geral, ...;
- IV - nas notas e recibos de compra e venda e prestação de serviços;
- V - nas notas fiscais, faturas e duplicatas.

§ 1. Os cheques, notas promissórias, letras de câmbio e demais títulos de crédito e ordens de pagamento continuarão a ser expressos, exclusivamente, em cruzeiros reais, até a emissão do Real, ressalvado o disposto no art. 16 desta Lei. (...)

---

<sup>66</sup> Há relatos difusos sobre este passo durante o reinado da ORTN, mas nada mais que isso.

Art. 16 - Continuam expressos em cruzeiros reais, até a emissão do Real, e regidos pela legislação específica:

- I - as operações ativas e passivas realizadas no mercado financeiro, por instituições financeiras e entidades autorizadas a funcionar pelo BCB;
- II - os depósitos de poupança;
- III - as operações do Sistema Financeiro da Habitação e do Saneamento (SFH e SFS);
- IV - as operações de crédito rural, destinadas a custeio, comercialização e investimento, qualquer que seja a sua fonte;
- V - as operações de arrendamento mercantil;
- VI - as operações praticadas pelo sistema de seguros, previdência privada e capitalização;
- VII - as operações dos fundos, públicos e privados, qualquer que seja sua origem ou sua destinação;
- VIII - os títulos e valores mobiliários e quotas de fundos mútuos;
- IX - as operações nos mercados de liquidação futura;
- X - os consórcios; e
- XI - as operações de que trata a Lei 8.727, de 5 de novembro de 1993.

§ 1. Observadas as diretrizes estabelecidas pelo Presidente da República, o Ministro da Fazenda, o CMN, o Conselho de Gestão da Previdência Complementar e o Conselho Nacional de Seguros Privados, dentro de suas respectivas competências, poderão regular o disposto neste artigo, inclusive em relação à utilização da URV antes da emissão do Real, nos casos que especificarem, exceto no que diz respeito às operações de que trata o inciso XI.

Ambos os dispositivos foram concebidos para prevenir a transformação da URV em meio de pagamento fosse pela adoção generalizada da denominação em URV em letreiros e etiquetas, mas sobretudo em cheques e efeitos comerciais (que seriam descontados e transferidos como direitos creditórios ou valores mobiliários), ou pela criação de produtos financeiros denominados em URV com facilidade de transferência de titularidade. Daí a obrigatoriedade do uso do cruzeiro real nas situações definidas no Artigo 10, maximizando o que a literatura acadêmica designa como “custos de cardápio”, ou os custos de transação envolvidos na remarcação<sup>67</sup>, e uma espécie de proibição branca do uso da URV no sistema financeiro.<sup>68</sup> Não deve haver dúvida que esses dispositivos foram úteis para evitar que houvesse maior aceleração da inflação em cruzeiros reais durante a vigência da URV.

Como em qualquer reforma monetária, a definição crucial para a moeda nova é a sua “conexão”, ou taxa de conversão com a moeda velha, pois o único referencial de uma nova moeda fiduciária é a anterior<sup>69</sup>, e aqui residia um dos aspectos mais originais do novo arranjo. A nova moeda, o real, estava criada pelo Artigo 2, com uma designação preliminar e

<sup>67</sup> Mais sobre este tópico em Franco, 1995, p. 50.

<sup>68</sup> Houve muita criatividade nesse domínio, inclusive a criação de um contrato futuro em URV pela BM&F, que as autoridades nem incentivaram, nem impediram, acreditando que não haveria tempo de o instrumento de firmar a ponto de ter efeitos desestabilizadores.

<sup>69</sup> Mann, 1992, p. 46.

provisória, URV, a ser modificada em prazo indeterminado, quando suas primeiras emissões ocorressem. No dia de sua criação, a URV tinha uma taxa de conversão relativamente ao cruzeiro real, fixada no § 2 do Artigo 1 para o dia 1º de março de 1994, no valor de CR\$ 647,50, um valor muito parecido com a cotação do dólar norte americano em cruzeiros reais<sup>70</sup>. O Artigo 4 dava poderes ao BCB para fixar a paridade diária entre a URV e o cruzeiro real “tomando como base a perda do poder aquisitivo do cruzeiro real” e determinava que se publicasse decreto presidencial com a metodologia adotada para o cálculo dessa paridade. Com base nessa fórmula, especificada no Decreto 1.066/94 adiante, o texto da MP 434/94 já trazia em seu Anexo I a cotação diária da URV para o período anterior, de 1º de janeiro de 1993 a 1º de março de 1994, data da criação da nova moeda, assim introduzindo uma “série histórica” sintética da nova moeda que seria de imensa serventia para as conversões contratuais na moeda nova, como veremos adiante. Para o período posterior a 1º de março o valor em cruzeiros reais da URV seria reajustado em bases diárias até o momento em que o real fosse emitido e o cruzeiro real deixasse de existir. Este seria o momento em que a “taxa de conversão” entre a URV (real) e o cruzeiro real seria fixada em caráter final, como nas outras reformas monetárias. Só não era possível prever quando isto teria lugar pois, propositalmente, MP 434 deixava indeterminada a duração dessa fase de adaptação e disseminação da URV, processo cuja velocidade não se podia antever. A redação do § 1 do Artigo 3 da MP 434/94 era a seguinte: “o Poder Executivo, no prazo máximo de trezentos e sessenta dias, a contar da publicação desta medida provisória, determinará a data da primeira emissão do Real”. Na primeira reedição, um mês depois, através da MP 457 de 29 de março de 1994, acrescentou-se que a data da primeira emissão do real seria “divulgada com antecedência mínima de trinta e cinco dias”. Este texto foi mantido na terceira reedição, através da MP 482, de 28 de abril de 1994, a qual, todavia, foi convertida na Lei 8.880 de 27 de maio, conforme acima, com uma nova redação para o § 1 do Artigo 3 onde ficava estabelecido que a primeira emissão do real ocorreria em 1 de julho de 1994. Portanto, foi no final de abril, com aproximadamente dois meses de vigência da URV, que se decidiu que a URV duraria quatro meses. Era um prazo adequado, em vista da disseminação extraordinariamente bem-sucedida da nova moeda de conta e muito menor do que muitos economistas imaginaram.

A marcha da paridade entre a URV e o cruzeiro real, seguindo a fórmula fixada de início, foi tal que, no dia 30 de junho de 1994, o valor em cruzeiros reais da URV havia

---

<sup>70</sup> Em 1 de março a cotação média do dólar norte americano foi de CR\$ 647, 303 para a venda e CR\$ 647, 289 para a compra.

atingido CR\$ 2.750,00, sendo esta a taxa de conversão com qual foram feitas as derradeiras conversões de obrigações em cruzeiros reais para reais, conforme adiante detalhado. É claro que tínhamos um problema nada trivial aqui, pois em todas as outras reformas monetárias a relação entre a moeda nova e a velha era de paridade (um para um) ou de “corte de zeros”, vale dizer de taxa de câmbio na proporção de 1.000 unidades de moeda velha para uma nova. A uma taxa de conversão de CR\$ 2.750,00 para cada nova unidade da nova moeda ficava afastada a possibilidade do uso de carimbos de equivalência, e tampouco fazia sentido esperar ou forçar uma taxa de conversão mais conveniente do ponto de vista da fluidez do meio circulante. Assim sendo, diferentemente de qualquer outra reforma monetária, a substituição do meio circulante teve que envolver a troca de *todas* as cédulas por outras inteiramente novas, um pesadelo logístico, e de divisões e arredondamentos, e que, adicionalmente, permitia a sensação de que o país estava efetivamente migrando para uma moeda nova, ou fazendo câmbio como se estivesse comprando moeda estrangeira.

Por que a URV durou quatro meses apenas e que critérios determinaram o estabelecimento desse prazo? Convém responder a esta pergunta em etapas, começando por uma observação simples: a URV deveria existir durante o tempo necessário para que alcançasse uma posição dominante como “moeda de conta” do país pelos seus próprios méritos, como se estivesse em operação uma Lei de Gresham para unidades de conta que naturalmente expulsasse ou extinguisse as transações de moedas de conta inferiores ou métodos de indexação piores que o oferecido pela URV. Ou como se o país estivesse adotando um “sistema operacional” superior que impelisse o anterior ao completo abandono. As restrições envolvidas no uso de outros índices e modalidades de correção monetária não deixavam dúvida que a URV era a melhor alternativa disponível para uma ampla variedade de transações. A se confiar na capacidade do brasileiro “fazer conta”, ou de guiar-se por incentivos em uma floresta de decisões econômicas complexas, a adoção da URV era apenas uma questão de tempo, ressalvadas as situações onde o próprio poder público estava envolvido e precisava tomar a iniciativa para efetuar a conversão, como se verá adiante. Portanto, restava apenas às autoridades esperar a operação de incentivos naturais à adoção da URV em substituição a outras indexações, tal qual num processo de dolarização.

A ideia da URV como “moeda de conta” era central para um desenho que bem segregasse a moeda de pagamentos, o cruzeiro real, dessa “meia-moeda” apenas de conta, em razão dos riscos derivados dos fenômenos descritos na seção anterior. Esse conceito não encontrou maiores objeções ou perplexidades no mundo jurídico, com a curiosa exceção do

Dr. Saulo Ramos, que, surpreendentemente, enxergou no Artigo 1 “um primor de heresia jurídica” conforme se segue (grifos meus)<sup>71</sup>:

Curso forçado sem poder liberatório, posto que aquele é pressuposto deste, fez da URV, do artigo 1º, uma ‘coisa’ diferente da URV dos demais artigos, indexadora da moeda atual, submetendo-nos ao desalentador ridículo de ler no parágrafo 1º que o enunciado do artigo *não* vale, é de mentirinha, pois a URV passa a integrar o sistema monetário nacional e o cruzeiro real continua ‘como meio de pagamento de poder liberatório’. Criou-se um feto de moeda, uma unidade monetária intra-uterina, com nome apenas para o período gestatório, pois, a partir de sua emissão como moeda, passará a se chamar ‘real’, o que torna uma arrematada inutilidade tê-la chamado de URV no ventre materno, posto que outro nome terá quando nascer, segundo o anunciado batistério do artigo 2º.

Saulo Ramos foi um de muitos juristas consultados sobre a arquitetura e alguns dos mecanismos da Lei 8.880/94, porém, e daí talvez a razão da contrariedade, apenas na véspera. Assim mesmo, gentilmente devolveu ao ministro Fernando Henrique uma versão reescrita da MP 434 com diversas sugestões de alterações, a principal das quais a retirada da expressão “dotada de curso legal exclusivamente para servir de padrão de valor monetário”. Nesta nova redação, entretanto, ficava mantida a URV em um Artigo 3, como parte do sistema monetário, e com a mesma mecânica de fixação da paridade entre a URV e o cruzeiro real. O comentário acima revela, de um lado, um certo desconforto com a arquitetura da URV, sobretudo quanto a linguagem utilizada para definir uma moeda de conta apenas, que também era uma moeda de pagamento “em ser” e, de outro, uma dúvida, e certa confusão, sobre a real necessidade dessa unidade “intrauterina”. As proverbiais dificuldades de relacionamento entre economistas e advogados, cada qual encastelado em seu idioma, têm aí uma de seus exemplos mais interessantes. A resposta a tais objeções – que não tiveram nenhuma repercussão prática – caberia a um dos principais artífices desse desenho, o professor José Tadeu de Chiara em um artigo que permaneceu inédito, cujo teor talvez pudesse ser resumido em um simples mandamento que está na base não apenas da construção da URV como na maior parte dos temas deste trabalho: “moeda é fruto da linguagem jurídica”. São inúmeros os corredores, labirintos e possibilidades ensejadas pela linguagem da lei. Mais diretamente em resposta às objeções de Saulo Ramos, José Tadeu de Chiara ensina (grifos no original)<sup>72</sup>:

Curso legal é a qualidade jurídica de a unidade estabelecida pelo sistema de normas para servir como padrão de valor e instrumento de pagamento. É comum o entendimento apressado de se enxergar como curso legal apenas o fato de cédulas ou as circulares moedas metálicas circularem de mão em mão, esquecendo-se a função básica e da maior importância para os mercados e todo o sistema de trocas que é a de validamente expressar valores. Não é qualquer expressão de valor quantitativo, mas apenas a válida. Nesse ponto se separam duas vertentes da noção de curso legal: uma, da função de padrão de valor; e, outra, da função de instrumentar pagamentos. Por isso é preciso estabelecer a quantos desconhecem, que a ausência de poder liberatório nada tem a ver com a atribuição de curso legal a determinada unidade monetária. Isso sim é heresia jurídica imaginar que em razão de a norma ter

<sup>71</sup> Saulo Ramos “Planos, contraplanos e Planalto” *O Estado de São Paulo* 03/03/1994.

<sup>72</sup> Chiara, 1994.

atribuído curso legal a determinada unidade, como a URV, haveria de atribuir-lhe poder liberatório. E para espantar as dúvidas, convém lembrar que já muito antes da criação da URV é admitido curso legal – na função padrão de valor (enunciado monetário válido) – a moedas estrangeiras para obrigações a serem cumpridas no Brasil, como pode o interessado conferir na simples leitura ... do Decreto Lei 857/69. ... Nas hipóteses ali elencadas as moedas estrangeiras têm curso legal enquanto padrão de valor para quantificar direitos e obrigações, embora continuem sem poder liberatório para a maioria dos casos alcançados pela norma, no que tange a pagamentos a se efetuarem em nosso território. Pois bem, porque a URV é moeda e não indexador, não foi perpetrada qualquer ingerência em negócios privados, com os contratos de trabalho, e o cálculo do poder de compra que ele encerra se converte na moeda que tem circulação. ... A URV não é indexadora da moeda atual, porque ela, URV, é moeda com curso legal na função de ‘padrão de valor’, tão só. ... Por isso, porque URV é moeda – unidade definida pelo ordenamento jurídico para validamente expressar quantias de dinheiro – que se a dotou de curso legal exclusivamente para servir de padrão de valor monetário, de conformidade com as disposições da MP. ‘Unicamente’ poderia ser se se tratasse de indexador. Mas aí o próprio plano estaria eivado de inúmeras inconstitucionalidades ...

É muito grande a amplitude dos poderes da lei para determinar o que é moeda, e como se processa uma reforma que introduz uma nova, e os exemplos dessa latitude podem ser encontrados no capítulo anterior, por exemplo, nas *tablitas* e de forma mais extremada no Plano Collor 1. Os dispositivos constitucionais que tratam de moeda são vagos, como já observamos no capítulo anterior e, portanto, são muitas as possibilidades. A inovação representada pela duplicidade monetária não figurou entre os questionamentos sobre a Lei 8.880/94, de natureza constitucional e que alcançaram o STF, ao menos a julgar pela amostra escolhida no estudo de Camila Duran<sup>73</sup>. Em pelo menos um desses julgamentos, todavia, onde se tratava de assunto lateral (a competência do estado do Rio Grande do Norte para adotar regra própria para a conversão dos vencimentos de seus servidores), o ministro relator do Recurso Especial, Sepúlveda Pertence, se permitiu, no texto de seu voto, oferecer uma interessante descrição da reforma monetária empreendida pela URV (grifos meus)<sup>74</sup>:

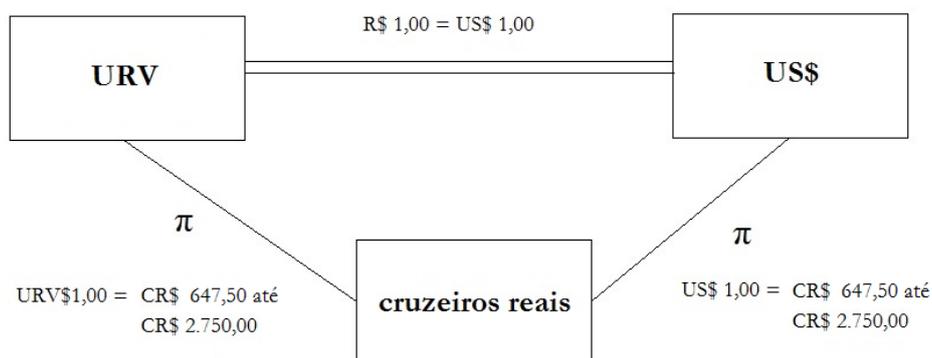
[O] Cruzeiro Real ... teve fenecimento prolongado e cuidadosamente planejado, que passou pelo período da sua convivência com a URV, a um tempo, amável assistente de sua agonia indolor e parteira do Real, seu glorioso herdeiro. ... A URV consistiu, assim, em instrumento de mutação, não integralmente imediata, da moeda antiga – o Cruzeiro Real – na nova unidade monetária, o Real. Dado o papel que desempenhou, é inequívoco que a instituição da URV e os critérios de conversão do Cruzeiro Real, no “padrão de valor monetário”, em que consistiu ela, se compreendem no âmbito material de regulação do sistema monetário, objeto de competência legislativa privativa da União.

Não há vestígio de heresia jurídica no desenho da URV, a julgar pela passagem acima, ao contrário, o conceito e a função da URV parecem totalmente consistentes com o ordenamento constitucional e seu funcionamento bem-sucedido não parece suscitar nenhuma dúvida.

<sup>73</sup> Duran, 2010, cap. 3.

<sup>74</sup> RE 291.188-RN, relatado pelo ministro Sepúlveda Pertence, julgado em 08.10.2002, pp. 6-7.

O esclarecedor exemplo das moedas estrangeiras trazido pelo professor Tadeu de Chiara nada tem de accidental aqui, pois o desenho da URV trazia uma alusão direta, embora não explícita, ao dólar norte americano, ao fixar o valor em cruzeiros reais da URV em quantia praticamente equivalente à taxa de câmbio entre o dólar e o cruzeiro real, como não se furtou a notar o Ministro Sepúlveda Pertence. A URV tinha sua paridade com relação ao cruzeiro real modificada conforme a perda de poder aquisitivo deste (Art. 4, *caput*) e, de conformidade com o estabelecido no Artigo 5, “o valor da URV, em cruzeiros reais, será utilizado pelo Banco Central do Brasil como parâmetro básico para a negociação com moeda estrangeira”. Era a URV e, portanto, a inflação, que governava o câmbio, e não o inverso, como costuma ser o caso das “dolarizações” ocorridas em hiperinflações. Continuava “nula de pleno direito”, na forma do Artigo 6, “a contratação de reajuste vinculado à variação cambial”, excetuados os casos definidos em lei, mormente pelo Decreto Lei 857/69. Mas se pretendia alcançar um “efeito coordenador” semelhante ao que se observou no seio das dolarizações, quando todas as indexações tinham a taxa de câmbio como referência, assim fazendo desaparecer a “inércia inflacionária”. Nesse terreno é possível perceber o parentesco entre a URV e os *wertbeständiges notgeld* alemães, o *chervonetz* soviético e com as ideias de moeda indexada ou lastreada propostas por André Lara-Resende e Pésio Arida, ressalvada uma diferença absolutamente fundamental, a de que a URV era apenas “unidade de conta” e que a lei que a criou vedações expressas, além de dificuldades práticas, a que se constituísse em meio de pagamento. As conexões entre a URV, o cruzeiro real e o dólar podem ser descritas em um diagrama simples, tal como foi feito na seção anterior para as “moedas de valor estável” na Europa nos anos 1920:



O diagrama retrata a posição relativa da taxa de câmbio e da URV, sendo que o valor para esta servia para sinalizar o ponto de intervenção do Banco Central no mercado de câmbio, a partir do qual a autoridade monetária vendia dólares, como se verá mais à frente.

No primeiro dia útil de funcionamento do esquema a URV valia CR\$ 647,50 e era este o ponto de intervenção para o BCB. Os valores foram sendo reajustados a cada dia até o último dia de vida da URV quando seu valor foi fixado em CR\$ 2.750,00, porém, o rumo da política cambial a partir daí seria um tanto diferente, como adiante veremos.<sup>75</sup>

Há certa semelhança entre este e o mecanismo que permitiu ao *rentenmark* alemão ter “valor estável” em meio à hiperinflação, descrito com diagrama semelhante na seção anterior, e sem possuir qualquer lastro metálico, e o que permitiu que a URV manter uma equivalência também estável com o dólar. Em ambos os casos havia uma relação de arbitragem dada pela linha dupla unindo a moeda indexada ao dólar, mas no caso da URV a dinâmica era bem diferente. Não havia uma taxa de câmbio flexível, tampouco dolarização, como no caso alemão ilustrado na seção anterior. A taxa de depreciação do cruzeiro real com relação ao dólar era praticamente a mesma com a qual se ajustava o valor em cruzeiros reais da URV<sup>76</sup>, o que apenas fortalecia a percepção, sobretudo para o público mais sofisticado, de que a URV mantinha uma paridade praticamente fixa com relação ao dólar. É claro que isso não queria dizer, necessariamente, que a taxa de câmbio entre o dólar e o real seria mantida constante depois das primeiras emissões deste, como veremos mais adiante. No momento da introdução da URV, contudo, era crucial a percepção de que adotar a URV era tão bom quanto ter suas contas dolarizadas, graças à relação triangular acima exibida.

O triângulo acima ficaria tanto mais parecido do modelo do *rentenmark* alemão, porém, *mantida a moeda estável apenas como ‘moeda de conta’*, e tanto mais eficiente para o momento da reforma monetária e da fixação da taxa de câmbio, o quanto mais próxima a URV estivesse de refletir a “inflação corrente” e instantânea. O fato de haver defasagens entre os aumentos de preço e a sua completa captura nos índices habitualmente utilizados para a prática da correção monetária (ou entre o período de competência dos índices e o seu período de coleta) era uma velha dor de cabeça verificada em todos os planos de estabilização anteriores. Era um dos problemas que a dolarização eliminava, pois a indexação pelo câmbio fazia com que a “inércia” se convertesse em expectativas refletidas na fixação da taxa de câmbio e que podiam variar instantaneamente para zero seguindo a política cambial. Não era o caso aqui, pois o câmbio era administrado e indexado de acordo com índices de inflação pré-

<sup>75</sup> Um pequeno detalhe operacional de enorme importância era que a troca de reais ou cruzeiros reais por dólares se dava apenas com dois dias úteis de defasagem, de tal sorte que o preço do dólar em moeda local tinha de refletir esta espera durante a qual o detentor da moeda local deixava de ser remunerado pela taxa de juros local pela imobilização de seu capital. O valor era expressivo para o período de hiperinflação, quando a taxa Selic diária estava entre 1% e 2% ao dia. Isto criou alguma ansiedade na transição, mas o Banco Central resolveu o problema de forma inesperada e simples: deixou o real flutuar no momento de sua emissão.

<sup>76</sup> Era como se  $\pi = \psi$ , usando a nomenclatura na seção anterior.

determinados, o mesmo valendo para a URV. Era preciso fazer a mecânica de reajustamento do valor da URV em cruzeiros reais, que refletia a perda de poder aquisitivo desta, fosse o mais “contemporânea” possível sem agredir o enunciado jurídico de correção monetária, que necessariamente teria de se referir à perda de poder aquisitivo do cruzeiro real *efetivamente verificada*, nem mais nem menos. Em tempo, o § 2 do Artigo 4 dispunha que “a perda de poder aquisitivo do cruzeiro real, em relação à URV, poderá ser usada como índice de correção monetária”, e diante disso era preciso trabalhar com os limites do conceito de correção monetária, inclusive para construir um índice que tivesse cotação diária e refletisse a perda de poder aquisitivo da moeda já ocorrida. Não se podia cogitar da utilização de expectativas ou estimativas de inflação nem de expedientes como os que estiveram na base da concepção da TR, que haviam sido fulminados pelo STF para uso em cláusulas de correção monetária. A cautela indicava que era preciso seguir caminhos conhecidos e mecanismos já consolidados, e nesse tópico a experiência da UFIR foi de imensa serventia.

A UFIR tinha sido criada pela Lei 8.383/91 “como medida de valor e parâmetro de atualização monetária de tributos e de valores expressos em cruzeiros na legislação tributária federal, bem como os relativos a multas e penalidades de qualquer natureza” (Art. 1), mas com o cuidado de vedar sua utilização “em negócio jurídico como referencial de correção monetária do preço de bens ou serviços e de salários, aluguéis ou royalties” (§ 2, Art. 1). Ainda que tivesse utilização privativa para os assuntos tributários, a UFIR vinha sendo utilizada sem perturbações por alguns anos numa área especialmente sensível, onde é alta a propensão a questionamento judicial. A UFIR forneceu um paradigma fundamental para a construção da URV.

A Lei 8.383/91 definiu um índice de preços específico com base no qual seria feita a correção do valor nominal da UFIR: uma “série especial” do IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo, calculado pelo IBGE, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística), mas “cuja apuração compreenderá o período entre o dia 16 do mês anterior e o dia 15 do mês de referência”.<sup>77</sup> Este período de apuração específico foi escolhido de forma a que o valor do índice para o mês, e consequentemente a sua variação com respeito ao mês anterior, fosse divulgado no último dia do próprio mês. Dessa maneira a UFIR mensal poderia ser fixada no último dia do mês de sorte a que sua variação mensal fosse idêntica à inflação do próprio mês medida pelo IPCA-E. A Lei 8.383/91, em seu Artigo 2, dispunha que “a

---

<sup>77</sup> O IPCA, atualmente usado para fins associados à sistemática de “Metas para a Inflação” tem o seu período de coleta do dia 1 ao dia 30 do mês corrente e sua divulgação nunca antes da segunda sexta-feira do mês seguinte.

expressão monetária da UFIR mensal será fixa em cada mês-calendário; e da UFIR diária ficará sujeita à variação em cada dia e a do primeiro dia do mês será igual à da UFIR do mesmo mês”. Nada ficava especificado sobre a mecânica de reajustes da UFIR diária, mas a prática vinha sendo a de “interpolarm” os valores para os dias intermediários entre os primeiros dias de cada mês, o que apenas poderia ser feito com base em expectativas aferidas discricionariamente. Desde que, a cada mês, a variação mensal da UFIR permanecesse idêntica à variação observada do IPCA-E, a prática da correção monetária no terreno tributário não permitia qualquer reparo. Este pequeno espaço para o uso de expectativas serviu como modelo para a definição para a metodologia de reajuste da paridade diária entre cruzeiro real e a URV, fixada no Decreto 1.066/94 abaixo, publicada na mesma edição do diário oficial em que foi publicada a MP 434/94 instituindo a URV (grifos meus):

**Decreto 1.066 de 27 de fevereiro de 1994**

*Dispõe sobre a metodologia de cálculo da Unidade Real de Valor (URV)*

Art. 1. A variação diária da expressão em cruzeiros reais da Unidade Real de Valor (URV) será calculada com base em taxas de inflação medidas pelos três índices a seguir:

I - Índice de Preços ao Consumidor (IPC), da Fipe - USP, apurado para a 3ª quadrissesmana;

II - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA-E), do IBGE;

III - Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M), da Fundação Getúlio Vargas.

§ 1. A variação da expressão em cruzeiros reais da URV do primeiro ao último dia do mês deverá situar-se em um intervalo delimitado pela maior e pela menor variação mensal dos três índices mencionados nos incisos I, II e III acima;

§ 2. A variação diária da expressão em cruzeiros reais da URV será fixada pelo BCB com base na projeção das taxas de variação dos Índices referidos nos incisos I, II e III acima; (...)

§ 4. O BCB divulgará diariamente a expressão monetária da URV para o dia útil seguinte, aplicando-se essa mesma expressão aos dias não úteis intermediários.

O decreto estabelecia para a URV uma dinâmica muito semelhante à da UFIR, inclusive fazendo uso do mesmo processo e do mesmo índice, o IPCA-E, porém, em companhia de outros dois, o IPC-FIPE da 3ª quadrissesmana e o IGP-M da FGV, sendo que os três índices tinham em comum o fato de seus períodos de coleta e apuração serem tais que a variação do índice para o mês estava disponível no último dia do mês<sup>78</sup>. É de se notar que para o cálculo retroativo da URV para o período de 1º de janeiro de 1993 a 1º de março de 1994, publicado no Anexo ao texto da MP 434/94, trabalhou-se com a média simples dos

---

<sup>78</sup> O IGP-M havia sido criado pela FGV por solicitação de entidades do mercado financeiro com o mesmo propósito do IPCA-E, vale dizer, de ter sua variação mensal para o mês anunciada e publicada no último dia do mesmo mês. O período de coleta foi fixado entre 21 do mês anterior e o dia 20 do mesmo mês. A leitura para a terceira quadrissesmana do IPC-FIPE, por construção, estaria sempre disponível antes do fim do mês em curso.

três índices para as variações mensais e interpolações lineares para os períodos entre o primeiro e o último dia do mês. Para o período posterior a 1º de março, todavia, o decreto criou um pequeno grau de liberdade ao terminar no §1 do Art. 1 que, em vez de uma média simples dos três índices, a URV pudesse ser fixada dentro de um “intervalo delimitado pela maior e pela menor variação mensal dos três índices”. Conforme já mencionado, a série histórica trazida no anexo à MP434/94 especificava que ali se usava a média aritmética dos três índices, o que não era contraditório com o que se estabelecia para o período que se iniciava em 1 de março de 1994 e criava a curiosa sensação de que a URV existia há muitos anos.

A Tabela 8.2 abaixo mostra a variação da URV durante sua vigência em relação à variação dos três índices de preços:

Tabela 8.2  
Inflação medida pelos índices que compunham a URV e variação mensal da URV  
(janeiro a junho de 1994, variações percentuais no mês)

	IGP-M	IPCA-E	FIPE-3	URV
janeiro	39,07	39,17	40,94	39,73
fevereiro	40,78	39,70	37,04	39,17
março	45,71	43,63	41,31	43,26
abril	40,91	41,25	45,43	42,60
maio	42,58	44,21	44,66	44,00
junho	45,21	44,65	48,97	46,60

Fontes e observações: FGV, IBGE, FIPIE-USP e BCB.

A tabela mostra que a variação da URV para os dois meses anteriores a março foi idêntica à média das variações dos três índices. Para os quatro meses de vigência da URV a variação de seu valor em cruzeiros reais ficou dentro do intervalo entre a maior e a menor variação dentre os três índices da fórmula conforme preceituado no Decreto 1.066/94<sup>79</sup>. A inflação em cruzeiros reais estava em aceleração moderada (para os padrões da época, por certo), saindo dos 40% para os 50%, o que parecia alvissareiro tendo em vista as habituais posturas de precaução e remarcação preventiva que dominavam a véspera dos outros planos de estabilização. Não havia sustos nem o temor do congelamento, mas muita atividade relativa à conversão dos preços em cruzeiros reais para URV, inclusive afetada pelas conversões determinadas pela própria Lei 8.880/94 conforme descrito logo adiante, e

<sup>79</sup> As variações do valor em cruzeiros reais da URV contidas na Tabela 8.2 diferem ligeiramente das que podem ser vistas em Franco, 1995, tabela 2.2, p. 54 em razão de detalhes operacionais de cálculo da URV aí desconsiderados, sobretudo quanto ao tratamento dos dias não úteis. O cálculo correto, e consistente com o disposto no Decreto 1.066/94, é que consta da Tabela 8.2.

também pelas conversões onde os preços em URV tinham que incluir ou “monetizar” os prazos de pagamento, de que resultavam grandes descontos que não tinham expressão monetária. Era como se a economia migrasse para um “regime de caixa” no tocante a preços em URV, de tal sorte que parecia que todos ensaiavam para o momento em que a URV ia se tornar a única moeda e ninguém se atrevia a prever o que seria a inflação quando isto ocorresse. A título de estimativa o BCB usou a prerrogativa do § 1 do Artigo 4 para contratar os institutos que produziam os índices que compunham a URV e indagar se já era possível calcular a inflação em URV até o momento. Os resultados obtidos até abril de 1994 podem ser vistos na Tabela 8.3 abaixo:

Tabela 8.3  
Inflação em URV medida pelo IPCA-E, IPC-FIPE e IGP-M  
(janeiro a abril de 1994, variações percentuais no mês)

	IPCA-E	FIPE-3	IGP-M
janeiro	1,89	0,94	1,46
fevereiro	-1,93	-2,54	-1,07
março	2,87	1,77	4,22
abril	0,65	2,62	0,13
acumulado no ano	3,46	2,74	4,74
acumulado em 12 meses	6,29	9,25	14,03

Fonte: Gustavo H. B. Franco “O enigma da inflação em URV” Q Globo e Folha de São Paulo 15 de maio de 1994, com dados originais disponibilizados por IBGE, FIPE/USP e FGV.

Os números para janeiro e fevereiro resultavam de converter as coletas já processadas pela tabela de URV diária disponibilizada pela MP 434/94, mas os de março e abril já capturavam a entrada em vigor da própria URV e, portanto, eram números afetados pela reforma monetária. Era grande a preocupação com a aceleração da inflação *em decorrência* da URV e por isso o interesse em solicitar especificamente aos institutos que investigassem a inflação coletada e aferida em URV. Os números para março podiam causar preocupação, sugerindo alguma remarcação preventiva, mas os de abril desfizeram esta impressão. De todo modo, a leitura que esses números ensejaram, no momento em que foram publicados, era de que havia indicações de que a inflação na nova moeda, quando viesse, salvo por choques decorrentes da transição, estaria tendendo para um número de apenas um dígito, a se acreditar que a inflação em URV era a derivada, ou a aceleração da inflação em cruzeiro real. Apenas parecia maior e mais fundamental a importância de novas “âncoras” para a nova moeda, uma vez cessados os efeitos do mecanismo descrito no “triângulo” exibido no diagrama acima.

Vale observar mais de perto as determinações sobre a política cambial, e o modo como solidificava a percepção de que a relação entre a URV e o dólar seria estável. A MP 434/94 determinava que a URV seria “o parâmetro básico para a negociação com moeda estrangeira” (Art. 5), sendo esta uma razão para um certo grau de liberdade na fixação da URV *vis-à-vis* a média dos índices, pois a regra de intervenção e fixação diária de taxas de câmbio envolvia ainda outros fatores como os diferenciais de taxas de juros. A lei determinou que o CMN regularia o assunto e a Resolução CMN 2.053 foi aprovada *ad referendum* do CMN pelo Ministro da Fazenda e publicada em 28 de fevereiro de 1994, no dia seguinte à MP 434/94 e ao Decreto 1.066/94, do CMN, conforme se segue (grifos meus):

#### **Resolução CMN 2.053 de 28 de fevereiro de 1994**

*Estabelece a Unidade Real de Valor (URV) como parâmetro para negociação de moeda estrangeira com o BCB.*

Art. 1. A Unidade Real de Valor (URV) será considerada, pelo BCB, como parâmetro para negociação de moeda estrangeira no mercado interbancário de câmbio.

Art. 2. O BCB venderá dólares dos Estados Unidos, no mercado interbancário, a uma taxa cambial máxima equivalente ao preço da URV, em cruzeiros reais, vigente no dia da contratação da operação de câmbio, para liquidação no segundo dia útil seguinte.

Art. 3. As operações de compra de moeda estrangeira pelo BCB, contratadas para liquidação no segundo dia útil seguinte, terão suas taxas de câmbio livremente pactuadas.

De acordo com a Resolução 2.053/94, a política cambial seria a de o BCB vender dólares sempre que a cotação em cruzeiros reais chegasse ao valor da URV do dia. O cálculo preciso do ponto de intervenção dependia de considerações de mercado, que afetavam marginalmente a fixação da própria URV, mas pouco interferia na percepção de que a taxa de câmbio era fixada em cruzeiros reais em um valor muito próximo ao da URV, assim complementando o triângulo exibido acima, relacionando URV, dólar e cruzeiro real.

Era difícil negar que o conjunto desses dispositivos criava uma espécie de “dolarização sintética”, ou que a migração para a URV se assemelhava à adesão a uma “moeda estrangeira”, o único detalhe era que a “outra” moeda forte era *também nacional*. Não havia o pecado da dolarização, era um adultério perfeitamente lícito, com a própria moeda nacional, agora dividida, portanto, no máximo, uma bigamia explícita. A “impressão” de que a nova moeda era estrangeira derivava da própria forma como se definia, na MP 434/94, a contratação na nova moeda, vale dizer, em URV (grifos meus):

Art. 7. Os valores das obrigações pecuniárias de qualquer natureza, a partir de 1º de março de 1994, inclusive, e desde que haja prévio acordo entre as partes, poderão ser convertidos em URV, ressalvado o disposto no art. 16 [sistema financeiro].

Parágrafo Único - As obrigações que não forem convertidas na forma do *caput* deste artigo, a partir da data da emissão do Real prevista no art. 3, serão, obrigatoriamente, convertidas em Real, de acordo com critérios estabelecidos em lei, preservado o equilíbrio econômico e financeiro e observada a data de aniversário de cada obrigação. (...)

Art. 9. Até a emissão do Real, é facultado o uso da URV nos orçamentos públicos.

Art. 10. Os valores das obrigações pecuniárias de qualquer natureza, contraídas a partir de 15 de março de 1994, inclusive, para serem cumpridas ou liquidadas com prazo superior a trinta dias, serão, obrigatoriamente, expressos em URV, observado o disposto nos arts. 8, 16, 19 e 22 [situações específicas].

Art. 11. Nos contratos celebrados em URV, a partir de 1º de março de 1994, inclusive, é permitido estipular cláusula de reajuste de valor por índice de preços ou por índice que reflita a variação ponderada dos custos dos insumos utilizados, desde que a aplicação da mesma fique suspensa pelo prazo de um ano.

Art. 12. É nula de pleno direito e não surtirá nenhum efeito a estipulação de cláusula de revisão ou de reajuste de preços, nos contratos a que se refere o artigo anterior, que contrarie o disposto nesta Lei.

Art. 13. O disposto nos arts. 11 e 12 aplica-se igualmente à execução e aos efeitos dos contratos celebrados antes de 28 de fevereiro de 1994 e que venham a ser convertidos em URV.

Este conjunto de dispositivos estabelecia um novo paradigma no tocante ao elo entre a reforma monetária e o universo contratual, o centro nervoso de todos os planos de estabilização estudados no capítulo anterior: a conversão dos contratos à URV era inteiramente voluntária, ficando estabelecido que, ao final, as relações que não se convertessem teriam que se submeter a uma determinação de lei que funcionaria como uma espécie de sentença arbitral para o que não foi possível ser objeto de acordo. As novas obrigações, todavia, deveriam ser contratadas na nova moeda e, necessariamente, ficavam “nominalizadas” (na verdade sujeitas à correção anual), tal qual estabelecido nas “desindexações” anteriores. Porém, esta nova desindexação se dava para quem adotasse a URV que, nesse primeiro momento, representava a indexação diária, ou algo parecido com a dolarização. E quem haveria de se preocupar com cláusulas de correção monetária *em dólar*? O fato que a adesão à URV seria uma desindexação diferida, que teria lugar apenas quando o cruzeiro real fosse desmonetizado.

Este, na verdade, era talvez o aspecto mais instigante, misterioso e fascinante da MP 434/94: definir um processo de estabilização em etapas, sendo a primeira, gradual, voluntária e de duração indeterminada, dedicada a ajustes à presença da nova moeda de conta, que se disseminaria espontaneamente pela economia *de acordo com os incentivos para a adoção e adesão percebidos pelos agentes privados*. Era um desconcertante contraste com os outros planos, um convite à livre iniciativa, um exercício de escolha, e, por isso tudo, uma inovação que produzia certa desconfiança. Entretanto, o sucesso foi inacreditavelmente veloz, como, aliás, vinha sendo o ritmo das coisas e a capacidade de reação da população diante dos desafios

cotidianos trazidos pela hiperinflação. A equipe econômica não tinha simpatia com o conceito segundo o qual pessoas comuns não sabiam lidar com cálculos econômicos complexos, seja porque as pessoas não precisam saber cálculo diferencial para saber o que é melhor para si, ou porque a experiência dos planos anteriores, e de viver sob hiperinflação, tinha sido educativa o suficiente. Confirmando esta conjectura, o relato de Miriam Leitão é certo: “a população entendeu perfeitamente mais aquela complicação proposta pelos economistas”.<sup>80</sup> Entretanto, isso não significava que as autoridades ficariam inertes diante das combinações privadas de grandes carteis e sindicatos, como os acordos na indústria automobilística, onde a vítima era o consumidor e o programa de estabilização. Muitos “acordos de persuasão moral entre governo e os grupos empresariais mais importantes do país”<sup>81</sup> foram necessários para ajudar o setor privado a encontrar seu ponto de equilíbrio. O fato de não haver congelamento não significava “ausência absoluta de política de preços, mas preponderância de mecanismos de mercado”.<sup>82</sup> Conforme registra Edmar Bacha “o Ministério da Fazenda criou um fórum informal de negociação e ofereceu, frequentemente seus próprios serviços como árbitro, para estabelecer um acordo entre as partes litigantes. Essa importante característica do programa ficou conhecida como a “dallarização”, um trocadilho com o nome do principal negociador de preços do governo, José Milton Dallari”.<sup>83</sup>

Em 15 de maio já era possível afirmar: “misteriosa ou não, a URV pegou. Sua credibilidade é incontestável, bem como a percepção de que se trata de um estágio transitório para nos trazer de volta a uma realidade econômica há muito perdida. Sua adoção não ocorreu por voluntarismo ou pela disposição patriótica de alguns. Os agentes econômicos a utilizam porque é de seu próprio interesse, este sendo, possivelmente, um dos grandes segredos deste programa: oferecer à sociedade, no âmbito do esforço de estabilização, mecanismos consistentes com os incentivos econômicos naturais em uma economia de mercado”.<sup>84</sup> Não havia “pacto social”, acordos com representantes da sociedade civil, partidos, sindicatos, associações, câmaras setoriais, nem nada parecido com isso. Ressalvada alguma “persuasão moral” e arbitragem, aqui e ali, para evitar abusos, e em caráter flagrantemente minoritário, tudo era voluntário e guiado por incentivos. A ideia de pactos abrangentes, prefixações negociadas ou de “controle social dos preços”, tinha se tornado uma panaceia intervencionista tola, em nome da qual muitos equívocos foram perpetrados,

---

<sup>80</sup> Leitão, 2011, p. 292.

<sup>81</sup> Bacha, 2012, p. 155.

<sup>82</sup> Oliveira, 1996, p. 59.

<sup>83</sup> Bacha, 2012, p. 153.

<sup>84</sup> Franco, 1994.

como vimos no capítulo anterior, e outros tantos vinham sendo entretidos. A URV era o oposto disso, e foi adotada em larga escala com imensa rapidez por que deflagrava um processo smithiano, no qual a iniciativa coube às vontades individuais, as quais, como que orientadas por uma a “mão invisível”, levaram ao melhor resultado do ponto de vista social. Como experimento social de desenho de incentivos, a convivência entre uma unidade de conta estável e um único meio de pagamento precário foi, sem dúvida, um primor.

É claro que, adicionalmente às ações pontuais das autoridades, houve muitas conversões à nova moeda determinadas na própria MP 434/94, como veremos a seguir. Mas não deve haver dúvida que o desenho dos incentivos para as outras conversões, a serem feitas voluntariamente por toda a economia, era a chave para a estabilização. Era uma dinâmica radicalmente diferente daquela de outros planos pela qual sempre havia um “dia D”, uma surpresa, uma infinidade de imposições e uma ansiedade sem tamanho para se avaliar *a posteriori* os efeitos do plano sobre a vida de cada um. A URV operou a mágica de transformar a estabilização em um processo baseado no cálculo utilitário individual, e em decisões soberanas cujo ritmo seria dado pelo movimento de adesão da sociedade à reforma monetária. Dessa maneira, os “direitos de propriedade” sobre a nova moeda naturalmente se acomodaram entre os que aderiram e apoiaram, nada mais auspicioso para a criação de uma moeda nacional, na verdade, a regeneração de um símbolo nacional, ou de uma parte de nossa identidade nacional.

Cabia ao poder público determinar como seriam feitas as conversões em URV de relações em que não se pudesse operar uma negociação entre as partes, como nos casos em que o próprio poder público era parte contratante e também em relações de natureza estatutária onde a correção monetária era matéria de lei, como para salários, benefícios da previdência, entre outros da espécie. Em todas essas situações a MP 434/94 utilizou o procedimento da conversão pela média já bastante bem testado e conhecido de planos econômicos anteriores, com o importante aperfeiçoamento de utilizar a média de valores em cruzeiros reais *convertidas em URV pela cotação desta no dia do pagamento*. Os dispositivos sobre salários, incluindo o salário mínimo e os da administração pública, e também sobre benefícios da Previdência se encontram abaixo (grifos meus):

Art. 18. O salário mínimo é convertido em URV em 1 de março de 1994, observado o seguinte:

I - dividindo-se o valor nominal, vigente nos meses de novembro e dezembro de 1993 e janeiro e fevereiro de 1994, pelo valor em cruzeiros reais do equivalente em URV do último dia desses meses, respectivamente, de acordo com o Anexo I desta Lei; e

II - extraindo-se a média aritmética dos valores resultantes do inciso anterior.

Parágrafo Único. Da aplicação do disposto neste artigo não poderá resultar pagamento de salário inferior ao efetivamente pago ou devido, relativamente ao mês de fevereiro de 1994, em cruzeiros reais, de acordo com o art. 7, inciso VI, da Constituição.

Art. 19. Os salários dos trabalhadores em geral são convertidos em URV no dia 1º de março de 1994, observado o seguinte:

I - dividindo-se o valor nominal, vigente nos meses de novembro e dezembro de 1993 e janeiro e fevereiro de 1994, pelo valor em cruzeiros reais do equivalente em URV na data do efetivo pagamento, de acordo com o Anexo I desta Lei; e

II - extraindo-se a média aritmética dos valores resultantes do inciso anterior. (...)

§ 4. Para os trabalhadores que receberam antecipação de parte do salário, à exceção de férias e décimo-terceiro salário, cada parcela será computada na data do seu efetivo pagamento. (...)

§ 9. Convertido o salário em URV, na forma deste artigo, e observado o disposto nos arts. 26 e 27 desta Lei, a periodicidade de correção ou reajuste passa a ser anual.

Art. 20. Os benefícios mantidos pela Previdência Social são convertidos em URV em 1 de março de 1994, observado o seguinte:

I - dividindo-se o valor nominal, vigente nos meses de novembro e dezembro de 1993 e janeiro e fevereiro de 1994, pelo valor em cruzeiros reais do equivalente em URV do último dia desses meses, respectivamente, de acordo com o Anexo I desta Lei; e

II - extraindo-se a média aritmética dos valores resultantes do inciso anterior.

Art. 22. Os valores das tabelas de vencimentos, soldos e salários e das tabelas de funções de confiança e gratificadas dos servidores públicos civis e militares, são convertidos em URV em 1 de março de 1994, considerando o que determinam os arts. 37, XII, e 39, § 1, da Constituição, observado o seguinte:

I - dividindo-se o valor nominal, vigente nos meses de novembro e dezembro de 1993 e janeiro e fevereiro de 1994, pelo valor em cruzeiros reais do equivalente em URV do último dia desses meses, respectivamente, de acordo com o Anexo I desta Lei, independentemente da data do pagamento;

II - extraindo-se a média aritmética dos valores resultantes do inciso anterior.

§ 2. Da aplicação do disposto neste artigo não poderá resultar pagamento de vencimentos, soldos ou salários inferiores aos efetivamente pagos ou devidos, relativamente ao mês de fevereiro de 1994, em cruzeiros reais, em obediência ao disposto nos arts. 37, inciso XV, e 95, inciso III, da Constituição.

Anos depois, a reforma monetária chegava novamente ao mesmo terreno onde naufragou o Plano Cruzado, o decano dos planos de estabilização heterodoxos, que terminou por ganhar essa designação desairosa pelo trato que deu às questões referentes a salários, sem prejuízo das inovações que trouxe em suas fórmulas de conversão. Na verdade, foi a desconfiança, talvez simulada, nas conversões pela média real que teria fornecido o pretexto para o populismo e a ruína do cruzado. O fato é que o mesmo risco se apresentou mais uma vez quando as primeiras versões da MP 434/94 circularam entre alguns ministros nos dias que antecederam à sua publicação. O Presidente Fernando Henrique Cardoso relata em suas memórias que “na antevéspera da assinatura da MP, o ministro do trabalho Walter Barelly, e o almirante Arnaldo Leite Pereira, ministro-chefe do Estado Maior das Forças Armadas (EMFA), encarregado da questão salarial dos militares dentro do governo, chegaram juntos ao Ministério da Fazenda altas horas da noite, cálculos à mão, para mostrar o ‘desastre’ que a URV ocasionava nos salários. Seria um achatamento geral dos vencimentos. Técnicos dos

dois lados se juntaram e, ao final, constatou-se estarem erradas as suposições em que as perdas se baseavam”.<sup>85</sup>

A conversão de salários pela média fora praticada em todos os outros planos econômicos com relativa desenvoltura e sem maiores problemas, exceção para o Plano Cruzado para o qual o populismo salarial, sob a forma de abonos e gatilhos, foi um erro técnico flagrante que levou ao fracasso do plano. Não se esperava maiores dificuldades no terreno das conversões salariais na MP 434/94, sobretudo na presença da inovação representada pela URV. Com a divulgação dos valores diários da URV para um longo período anterior a 1 de março de 1994 trazidos no anexo à MP 434/95 era possível calcular o valor real efetivamente recebido tal qual se o aferisse em dólar, uma conta muito mais precisa e justa, mas não livre de algumas dificuldades operacionais. No caso do salário mínimo não havia propriamente uma data de pagamento, de modo que o Artigo 18 determinou a conversão pela URV do último dia do mês de competência, sem dúvida, o cálculo que produzia o valor mais alto sem que se violasse a própria ideia do pagamento dentro do período aquisitivo. A conversão resultou em um valor considerado baixo, a despeito de corresponder exatamente ao que se praticava, cerca de 64 URVs, e que produziu no Presidente a tentação de acoplar no plano de estabilização o salário mínimo de 100 dólares. É claro que seria uma trágica repetição do Plano Cruzado, ainda mais desastrosa em vista da complexidade dos mecanismos introduzidos pela URV, e um pesadelo que invocava os temores dos economistas quanto à capacidade de execução de uma reforma monetária como a se tinha pronta naquele momento<sup>86</sup>.

Para o caso dos salários em geral, o Artigo 19 determinava a conversão e o cálculo da média pela URV do dia do efetivo pagamento, o que resultava muito preciso para se determinar o efetivo poder de compra dos salários. Dessa forma ficavam consignadas na conversão as efetivas diferenças de remuneração decorrentes do fato de alguns salários serem pagos de forma adiantada ou atrasada relativamente ao período aquisitivo. A conversão pela URV do dia do efetivo pagamento fazia aparecer tais diferenças em salários que podiam ser idênticos em cruzeiros reais.

Mas se este procedimento era a solução para uma conversão precisa e equilibrada, ou neutra do ponto de vista distributivo, para o setor privado, o mesmo não poderia ser dito

---

<sup>85</sup> Cardoso, 2006, p. 195.

<sup>86</sup> O assunto não foi esquecido, pois em 1º de setembro de 1994, portanto, fora de época, o salário mínimo foi aumentado para R\$ 70,00 e no 1º de maio de 1995, quando já não era mais um assunto de vida ou morte, o presidente Itamar Franco emplacaria os R\$ 100,00 que tanto queria.

para o que se passava na administração pública e também para os benefícios da Previdência Social. Nesses dois casos havia um problema do qual parecia impossível se esquivar, a saber, as inúmeras situações aonde diferentes grupos que tinham remunerações idênticas, em cruzeiros reais, por conta de determinação legal, mas que, por alguma razão, recebiam seus proventos em datas diferentes. A rigor, a violação do princípio da isonomia *já estava caracterizada antes da reforma monetária*, como, por exemplo, no caso de funcionários públicos, às vezes da mesma carreira, que recebiam no dia 20 do próprio mês de competência, ao passo que outros apenas no dia 5 do mês seguinte. Quinze dias de diferença, ou qualquer diferença decorrente de data de pagamento, representava uma diferença substancial, talvez enorme, de poder de compra, e deixar de reconhecê-lo era mais que uma simples hipocrisia, era flagrantemente inconstitucional. Entretanto, esta era a prática no serviço público. Curiosamente, os servidores do Legislativo e Judiciário recebiam seus vencimentos no dia 20 do mês de competência, em razão de um dispositivo constitucional, cuja natureza era claramente orçamentária e não salarial, segundo o qual:

Art. 168. Os recursos correspondentes às dotações orçamentárias, compreendendo os créditos suplementares e especiais, destinados aos órgãos dos Poderes Legislativo e Judiciário e do Ministério Público, ser-lhes-ão entregues até o dia 20 de cada mês, (...)

Não pode ser visto senão como um tributo à cultura da inflação que se tenha introduzido no texto constitucional uma determinação administrativa tão comezinha, que não pode ser justificada a partir do princípio da independência dos poderes senão com certo rubor, e cujo intuito era o de proteger o poder de compra dos recursos orçamentários desses Poderes, o que, na prática, mas sem o dizer, permitia a essas classes de servidores um privilégio relativamente a outros. Diante disso, os redatores da MP 434/94 viram-se diante de um problema: ao determinar a conversão pela média utilizando a URV do dia do pagamento para todos os servidores públicos a MP 434/94 tornaria explícitos esses privilégios, e talvez redundasse em demandas competitivas por isonomia que podiam contaminar todo o funcionalismo. Por conta disso, no Artigo 22, a MP 434/94 seguiu um caminho intermediário, sabidamente imperfeito, ao determinar que os salários na administração pública fossem convertidos pela URV do último dia do mês de competência. Era uma fórmula justa para os que recebiam no último dia do mês, a maioria, e vantajosa para os casos em que o servidor recebia depois<sup>87</sup>. A desvantagem ficava para os que recebiam no dia 20 do mês anterior pois a MP 434/94 deixava de reconhecer as consequências

---

<sup>87</sup> Na média, o ganho para o funcionalismo foi de 4,82%, considerando a distribuição de datas de recebimento em vigor no serviço público, *cf.* Prado, 2005, p. 215.

pecuniárias do pagamento antecipado, este sim, uma vantagem duvidosa, talvez mesmo indevida, relativamente a outros servidores, pois deve ser claro que o Artigo 168 da Constituição não trata de salários.

Entretanto, como se esperava, as “categorias” que recebiam no dia 20 se insurgiram contra as determinações da MP 434/94, e através de atos administrativos de natureza variada, adotaram a interpretação segundo a qual os poderes Legislativo e Judiciário deviam ter seus vencimentos convertidos conforme a regra geral para o setor privado, e assim, “revisaram” a conversão de seus vencimentos de forma a incorporar uma “perda” de 11,98% decorrente da conversão pela URV do último dia do mês conforme determinado pela MP 434/94. A União reagiu e o assunto foi, em última instância, ao STF. Segundo a interpretação adotada no julgamento da ADIn 1.797, quando o Artigo 21 da MP 434/94 aludia a “servidores civis e militares”, isso *não incluía* “membros dos Poderes Executivo, Legislativo, Judiciário e do Ministério Público da União”, expressão que foi incorporada ao texto na MP 457/94, que reeditava a MP 434/94, mas que acabou abandonada na redação final do projeto de conversão que levou à Lei 8.880/94<sup>88</sup>. Esta curiosa interpretação (grifos meus) era “autorizada não apenas pela circunstância de *não poderem os magistrados ser considerados simples servidores* mas, também, tendo em vista que as folhas de pagamento, nos órgãos do Poder Judiciário Federal, sempre foram pagas no dia 20 do mês, *em razão da norma* do art. 168 da Constituição Federal”.<sup>89</sup> Diante desta extraordinária interpretação, fica a dúvida se a expressão “membros dos Poderes Executivo, Legislativo, Judiciário e do Ministério Público da União” foi retirada no *caput* do Artigo 22 porque foi considerada ociosa e óbvia, ou, exatamente pelo motivo oposto, para permitir a interpretação de que estava se abrindo um atalho para se deslocar os poderes Judiciário e Legislativo para a regra geral de conversão pela URV do dia do pagamento. Em seu voto a propósito da ADIn 2.323, sobre o mesmo assunto, o ministro Nelson Jobim traz um relato revelador sobre a evolução do entendimento sobre o assunto. Segundo o relato, logo após a edição da MP 434, o STF se reuniu em sessão administrativa e editou a Resolução 113 convertendo os vencimentos de seus servidores pela URV do dia 20. O Executivo entendeu que o procedimento estava em desacordo com a MP 434/94 e “deu-se um conflito entre o Poder Executivo e o Tribunal”. Os recursos para o pagamento a maior ficaram bloqueados e:

---

<sup>88</sup> A expressão “independentemente da data do pagamento” foi também acrescentada ao inciso I do Artigo 22, que determinava a conversão pela URV do último dia do mês, para não deixar dúvidas que havia, no funcionalismo, diversas situações onde a data do pagamento não era o último dia do mês, no qual a lei fixou a data da URV usada para a conversão. Este acréscimo foi mantido na Lei 8.880/94.

<sup>89</sup> ADIn 1.797-0 Pernambuco, relator Ilmar Galvão, ementa, DJ 13/10/2000, p. 109.

Paralelamente – tenho o dever de dizê-lo, embora não esteja escrito aqui -, um grupo de parlamentares entre eles o Deputado Luis Eduardo Magalhães, Miro Teixeira, Sigmaringa Seixas, José Genuíno e eu viabilizamos uma reunião, no momento da crise, na residência do então procurador-Geral da República, Dr. Aristides Junqueira, presentes os ministros Sepúlveda Pertence, Paulo Brossard e o ministro da Marinha Mário Cesar Flores. Discutiu-se o problema – compareceu à reunião, também, o então ministro da Fazenda, o senador Fernando Henrique Cardoso – na tentativa de encontrar uma saída para a crise que a imprensa ridicularizava como sendo a ‘crise da gorjeta’. Alvitrou-se, então, uma solução que deu origem à MP 457 ...<sup>90</sup>

A MP 457/94 não deixava nenhuma dúvida que a conversão dos vencimentos do Legislativo e Judiciário se dariam pela URV do último dia do mês, e ela foi o resultado de um acordo, conforme acima relatado. Mesmo depois de a Lei 8.880/94 ter sido aprovada em 27 de maio, sem a alusão expressa ao Legislativo e Judiciário no *caput* do artigo 22, assim mesmo, o STF editou a Resolução 115, de 9 de junho, revogando a Resolução 113 e estabelecendo a conversão pela URV do dia 30. Entretanto, o voto do ministro Jobim, anos depois era para reconhecer aí um erro: “aquilo que foi denominado ‘erro de estado’ na expressão do eminente Ministro Celso de Mello, é um erro atribuído ao Supremo Tribunal Federal, se o entendermos como tal, na resolução de 9 e junho de 1994”. E foi este o entendimento, o reconhecimento do “erro”. Não foi um problema que pusesse em risco o programa de estabilização, mas a distorção prevaleceu.

Problema semelhante ocorreu no terreno da Previdência, onde também havia um diferimento de prazo com grande impacto no poder de compra relativo de pensões que deveriam ser idênticas. Por conveniência administrativa, a fim de não concentrar excessivamente os pensionistas nas agências bancárias, o INSS distribuía seus pensionistas em diferentes datas de recebimento em torno do fim do mês. Por conta disso, criava-se o mesmo problema observado na administração pública, o pensionista que recebia o equivalente a um salário mínimo no dia 25 do mês corrente recebia mais, em termos reais, que um pensionista de remuneração idêntica que recebia no dia 5 do mês seguinte. Convertidos à URV do dia do recebimento, a diferença seria revelada, ou formalizada, do que resultaria outro ataque ao princípio da isonomia. Novamente a MP 434/94 buscou uma solução salomônica, estipulando a URV do último dia do mês para todos, e novamente os “prejudicados” foram à Justiça. Os ganhos não eram questionados e as perdas repostas, do que resultava uma sobrecarga que não era tão expressiva sobre as contas da Previdência

O trânsito desses dispositivos salariais pelo ministério e pelo presidente Itamar Franco, na véspera de sua publicação, foi crítico, pois estiveram presentes todos os fantasmas populistas que determinaram o naufrágio do Plano Cruzado, bem como as idiosincrasias

---

<sup>90</sup> ADIn 2.323-3 Distrito Federal, relator Ilmar Galvão, ementa, DJ 20/04/2001, pp. 463-472 *passim*.

palacianas. No sábado, 26 de fevereiro, teve lugar uma longa reunião ministerial onde essas divergências foram expostas, discutidas e resolvidas. O leitor encontrará relatos da reunião em diversos outros registros, importa para os fins deste trabalho apenas consignar o fato de que as alterações no texto original da MP 434/94, em decorrência das longas diatribes do ministro da Fazenda com o Ministro Walter Barelli, foram de pouca relevância. Surpreendentemente, a ideia da “conversão pelo pico” tomou algumas horas da reunião, antes de sair da MP sem nunca ter entrado, e sem deixar vestígios. A ideia de aproveitar a medida para elevar o salário mínimo ao equivalente a US\$ 100,00 foi abandonada, também depois de algumas horas, mas ficou resolvido que o texto incluiria uma promessa de estudos para o aumento do salário mínimo de forma sustentável, que acabou não entrando no texto da MP 434/94, apenas na sua conversão na Lei 8.880/94 em maio, quando um novo § 6 para o Artigo 30 estabelecia:

§ 6. No prazo de trinta dias da publicação desta Lei, o Poder Executivo encaminhará ao Congresso Nacional projeto de lei dispondo sobre a elevação do valor real do salário mínimo, de forma sustentável pela economia, bem assim sobre as medidas necessárias ao financiamento não inflacionário dos efeitos da referida elevação sobre as contas públicas, especialmente sobre a Previdência Social

Era um dispositivo inócuo que servia a um propósito estético importante na mente do Presidente e que acabou por ser introduzido por iniciativa do Congresso. Sobre as discussões desses temas salariais, as memórias do Presidente Fernando Henrique trazem o seguinte registro:

Confesso que me irritei profundamente na reunião do dia 26. Os mesmos ministros que me haviam procurado na véspera ... pressionavam o Presidente (agregando, ainda, a questão do salário mínimo) para que ele me obrigasse a ceder. Tivemos uma discussão longuíssima. ... Ao longo das discussões, vinha-me com frequência à memória o aumento salarial concedido pelo Presidente Sarney no lançamento do Cruzado, em 1986 – sem dúvida um dos fatores da explosão de demanda que levaria o plano a fracassar. Cheguei a me exaltar ... e olhava para o Presidente Itamar. Ele se mantinha como uma esfinge. Dirigia o olhar para baixo, para os lados, sua fisionomia crispada deixando evidente sua tensão e constrangimento. ... Cedi pouco ... [mas] depois de um episódio que que não pude evitar de protagonizar. Levantei-me da mesa, contrafeito, saí de meu posto, e me dirigi a Hargreaves. Inclinei-me sobre ele e sussurrei a seu ouvido, ilustrando o que dizia com o gesto de bater a mão em meu próprio ombro:

- Estou cansado de carregar o governo aqui. Cansei de carregar vocês nas costas, estou fazendo isso há muito tempo. Vá lá e diga a seu chefe que nomeie o Barelli para o meu lugar. Ele deve ter soluções melhores para os nossos problemas. Cansei.

O desabafo do ministro, acompanhado de pedido de demissão, se repetiu ao menos mais um par de vezes, sendo certo que o Ministro Barelli não iria tão longe se não estivesse instruído nesse sentido pelo próprio Presidente. Com sete horas de reunião os assuntos salariais foram superados, mas a despeito do cansaço generalizado, o Presidente só aí introduziu, ele próprio, o tema do controle de preços. Depois de alguma discussão, um

pequeno grupo foi para um canto da sala onde redigiu e foi incorporado o seguinte dispositivo:

Art. 36. O Poder Executivo, por intermédio do Ministério da Fazenda, poderá exigir que, em prazo máximo de cinco dias úteis, sejam justificadas as distorções apuradas quanto a aumentos abusivos de preços em setores de alta concentração econômica, de preços públicos e de tarifas de serviços públicos.

§ 1. Até a primeira emissão do Real, será considerado como abusivo, para os fins previstos no *caput* deste artigo, o aumento injustificado que resultar em preço equivalente em URV superior à média dos meses de setembro, outubro, novembro e dezembro de 1993.

§ 2. A justificação a que se refere o *caput* deste artigo far-se-á na câmara setorial respectiva, quando existir.

A redação teve o cuidado deliberado de “dificultar o controle de preços”<sup>91</sup>, ou de ficar caracterizada como uma “ação para inglês ver”<sup>92</sup>, que “não queria dizer nada”<sup>93</sup>, mas que “foi visto como condição para que algumas áreas do governo aceitassem o plano”.<sup>94</sup> Qualquer manifestação governamental sobre o assunto podia provocar ondas de remarcação, e definitivamente não era o momento de idiosincrasias sobre farmácias e oligopólios. Sua única consequência, conforme relata Gesner Oliveira, foi que a “discussão sobre legislação antitruste acabou contaminada por esta demanda de curto prazo de algum tipo de controle de preço”.<sup>95</sup> Dessa forma, a Lei 8.884/94, que transformava o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) em autarquia e dispunha sobre “a prevenção e a repressão às infrações contra a ordem econômica defesa da concorrência”, sob os auspícios do Ministério da Justiça, acabou se constituindo numa espécie de Plano B para a estabilização e talvez por isso, não obstante certas polêmicas conceituais, tenha sido mal recebida pelos mercados.

Felizmente, contudo, o dispositivo sobre controle de preços no Artigo 36 passou despercebido, exceto para o Presidente Itamar Franco, porém, anos depois. Em um artigo para O Globo de janeiro de 1998<sup>96</sup>, o então ex-presidente insurgiu-se contra a versão segundo a qual o dispositivo era inócuo e pôs-se a explicar o dispositivo, argumentando que “como todos os preços da economia ficariam estabilizados pelo lapso de tempo de um ano, vedada qualquer indexação em prazo inferior a este, nada mais natural que definir-se o parâmetro legal do que seria considerado ‘aumento abusivo’, notadamente quando cabia ao Ministro da Fazenda acompanhar a evolução dos preços para garantir a estabilidade. O objetivo era evitar o arbítrio administrativo, definindo claramente o novo quadro institucional e os limites do

<sup>91</sup> Franco, 1995, p. 54.

<sup>92</sup> Prado, 2005, p. 203.

<sup>93</sup> Fiuza, 2006, p. 143.

<sup>94</sup> Oliveira, 1996, p. 61.

<sup>95</sup> *Ibid.*, p. 62.

<sup>96</sup> Itamar Franco, “As inverdades do sr. Gustavo Franco” *O Globo*, 24/01/1998.

poder de atuação das autoridades. Tudo isso fazia parte do consenso a que chegamos, sem qualquer discrepância, ostensiva ou velada”. (sic) O presidente claramente confundia a anualidade na indexação com tabelamento de preços, para não falar do “novo quadro institucional” e de consensos que não existiam, o que serve apenas para revelar o tamanho do risco de algum desarranjo na execução do delicado mecanismo ali estabelecido. A redação do dispositivo, em coordenação com o Ministro da Justiça, não foi tão fácil, mas convergiu: “depois de muita discussão terminamos todos concordando com uma linguagem deliberadamente frouxa e declaratória, cujas consequências práticas eram mínimas e cujos danos, na forma de remarcações, não chegaram a ser importantes”.<sup>97</sup>

A tensão em torno de temas salariais que a reunião do dia 26/02 logrou superar a muito custo rapidamente se transmitiu para o Congresso onde as pressões sindicais, naqueles primeiros dias, tinham grande ressonância. O relator da comissão especial formada para votar o projeto de conversão “havia se comprometido com setores sindicais a incluir gatilhos, datas base e quejandos que alterariam completamente o programa”<sup>98</sup>, mas a passagem do tempo e o sucesso da URV dissolveram completamente a animosidade em torno do tema. Mesmo assim, a Lei 8.880/94 viria a incorporar dois novos dispositivos de natureza salarial, com vistas a proteger os salários na transição, ambos referentes ao que seria devido na data base. O primeiro, no § 3 do Artigo 27, consistia em assegurar a reposição de “perdas decorrentes de conversão dos salários para URV” apuradas mediante a comparação entre os reajustes determinados pela MP 434/94 e os “valores hipotéticos dos salários em cruzeiros reais ... decorrentes da aplicação dos reajustes e antecipações previstos na Lei 8.700, de 27 de agosto de 1993”, que era a lei salarial em vigor antes de 1 de março de 1994. A aplicação desse dispositivo revelaria perdas inexpressivas apenas em casos isolados<sup>99</sup>.

A segunda salvaguarda para os salários viria através da garantia de reposição da inflação acumulada até a data base tendo considerando a inflação em URV, ou já em reais. Para tanto, não se pode escapar do expediente utilizado em outros planos, o da criação de um índice completamente novo, cujas primeiras leituras estivessem livres de resíduos. Em princípio, a velha solução não tinha sido considerada necessária, tanto que não apareceu na MP 434/94, tendo em vista que a ela trazia uma metodologia bastante mais amadurecida e clara sobre o

---

<sup>97</sup> Gustavo H. B. Franco, “Noção das coisas” *O Globo*, 30/01/1998.

<sup>98</sup> Cardoso, 2006, pp. 200-201.

<sup>99</sup> A Lei 8.700/93 dividia os trabalhadores em quatro grupos segundo a suas datas base e determinava reajustes mensais parciais e plenos a cada quadrimestre. Para os trabalhadores do grupo A (datas base entre janeiro e abril) a comparação definida no § 3 do Artigo 27 resultou em ganhos de 1,82%. Os ganhos seriam de 0,42% para os trabalhadores do grupo B, 0,88% para os do grupo C, 2,67% para o funcionalismo público e 0,99% para o salário mínimo. Perda ocorreria apenas para o grupo D, da ordem de 0,77%. Cf. Franco, 1995, pp. 45-46.

cálculo de índices de perda de poder aquisitivo da moeda e sobre a prática de correção monetária na transição, como se verá adiante. Entretanto, a criação do IPC-r, em absoluta sintonia com esses princípios, se destinava à correção monetária de salários e benéficos, e elevava a visibilidade do sistema introduzido pelo Congresso:

Art. 17 - A partir da primeira emissão do Real, o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE calculará e divulgará, até o último dia útil de cada mês, o Índice de Preços ao Consumidor, série r - IPC-r, que refletirá a variação mensal do custo de vida em Real para uma população objeto composta por famílias com renda até oito salários mínimos.

§ 1. O Ministério da Fazenda e a Secretaria de Planejamento, Orçamento e Coordenação da Presidência da República regulamentarão o disposto neste artigo, observado que a abrangência geográfica do IPC-r não seja menor que a dos índices atualmente calculados pelo IBGE, e que o período de coleta seja compatível com a divulgação no prazo estabelecido no *caput*.

A inflação medida pelo ICR-r acumulou mais de 30% nos primeiros 12 meses de vida da nova moeda, o que representava uma pressão salarial considerável, cuja “contrapartida política” foi “convencer a Justiça do Trabalho a cooperar com o governo, aceitando aplicar estritamente os termos da nova lei salarial nos dissídios coletivos, ao invés de, como de costume, restabelecer o valor de pico dos salários a cada negociação anual”.<sup>100</sup> Era difícil eliminar “garantias” de indexação com a inflação em dois dígitos anuais, ainda que fosse um enorme progresso relativamente à hiperinflação, conforme será discutido em mais detalhe na próxima seção.

Completando a arquitetura da reforma monetária, e trazendo uma de suas inovações mais importantes, vinha um dispositivo que visava resolver o problema conceitual associado à correta medição da inflação nos meses de transição entre uma moeda e outra, e que haviam gerado tantos problemas em outros planos de estabilização. O dispositivo teve uma forma simples e reveladora na MP 434 e na Lei 8.880/94 (grifos meus):

Art. 38. O cálculo dos índices de correção monetária, no mês em que se verificar a emissão do Real de que trata o art. 3 desta lei, bem como no mês subsequente, tomará por base preços em Real, o equivalente em URV dos preços em cruzeiros reais, e os preços nominados ou convertidos em URV dos meses imediatamente anteriores, segundo critérios estabelecidos em lei.

Parágrafo Único. Observado o disposto no parágrafo único do art. 7, é nula de pleno direito e não surtirá nenhum efeito a aplicação de índice, para fins de correção monetária, calculado de forma diferente da estabelecida no *caput* deste artigo.

É claro que o dispositivo apenas seria efetivo quando o real entrasse em circulação e, em fevereiro, servia apenas como sinalização. A redação trazida pela Lei 9.069/95,

---

<sup>100</sup> Bacha, 2012, p. 154.

originalmente a MP 542, de 30 de junho de 1994, quatro meses depois era bem mais completa (grifos meus):

Art. 24. Nas obrigações convertidas em Real, na forma dos arts. 20 e 21, o cálculo da correção monetária a partir de 1º de julho de 1994 somente é válido quando baseado em índice de preços calculado na forma do art. 38 da Lei 8.880/94.

§ 1. O cálculo dos índices de correção monetária de obrigações a que se refere o caput deste artigo tomará por base preços em Real, o equivalente em URV dos preços em Cruzeiros Reais, e os preços nominados os convertidos em URV dos meses anteriores.

§ 2. Observado o disposto no art. 28, sobre os valores convertidos em Real, na forma dos arts. 20 e 21, serão aplicados *pro rata tempore*, da data de conversão até a data do aniversário, os índices de correção monetária a que estiverem sujeitos, calculados de conformidade com o art. 38 da Lei 8.880/94, de acordo com as respectivas disposições legais, regulamentares, contratuais, ou decisões judiciais com base nas quais tiverem sido constituídos.

§ 3. No cálculo dos índices de que trata este artigo, os preços em Cruzeiros Reais deverão ser convertidos em URV do dia de sua coleta.

§ 4. Caso o índice de preços constante do contrato não esteja disponível na forma do *caput* deste artigo, será utilizado, para os fins do disposto no art. 38 da Lei 8.880/94, e nesta medida provisória, índice equivalente substituto, na forma da regulamentação a ser baixada pelo Poder Executivo.

§ 5. É nula de pleno direito e não surtirá nenhum efeito a aplicação de índice, para fins de correção monetária, calculado de forma diferente da estabelecida neste artigo.

O dispositivo era importante para muitos contratos em cruzeiros reais que assim permaneceram até que a MP 542/94 determinou os critérios de conversão (era este o assunto dos artigos 20 e 21 acima mencionados). Já na MP 434/94 o procedimento estava indicado, bem como o seu espírito, o de evitar desequilíbrios contratuais e ganhos/perdas indevidas provocadas por imprecisões e arbitrariedades no cálculo da inflação e dos respectivos índices para uso em cláusulas de correção monetária. Uma vez mais o tema era a neutralidade distributiva ou do equilíbrio econômico-financeiro das obrigações e a grande diferença desta vez, relativamente a outros planos de estabilização, era a presença da URV e as possibilidades que este “recurso” que ensejava. O que estava em jogo aqui era a definição correta da perda de poder aquisitivo da moeda de curso legal durante a transição, ou mais precisamente durante os dois primeiros meses de vida do real, quando as duas moedas coexistiam, a nova (real/URV) e a velha (cruzeiro real). Os métodos de aferição da inflação nesses dois primeiros meses, julho e agosto de 1994 podiam ensejar muitas distorções, eis que, a depender do índice e seu respectivo período de coleta, estavam envolvidas comparações de preços coletados em real, em URV e em cruzeiros reais. O leitor deve lembrar que o período de competência do índice, digamos a inflação do mês de julho, envolvia um período de apuração bem maior, pois a inflação consiste na comparação do índice para julho, composto dos preços médios ao longo do mês, com o de junho, composto a partir dos preços médios deste mês. No caso relativamente simples do IGP-DI, por exemplo, cujo período de coleta

vai do primeiro ao último dia do mês, os preços coletados entre 1 e 31 de julho seriam todos expressos em real, mas a taxa de variação para julho seria construída a partir de sua comparação com o índice de junho, e neste mês, os preços coletados entre 1 e 30 de junho estavam expressos em cruzeiros reais ou em URV. Para calcular a taxa de variação ter-se-ia que colocar todos esses preços em unidades comparáveis.

Os institutos responsáveis pelo cálculo da inflação em julho, quando se tratava de aferir a perda de poder aquisitivo do real, a única moeda de curso legal neste mês, tinham diante de si duas alternativas: a primeira consistia em converter os preços em cruzeiros reais coletados em junho *pela URV da data de sua coleta* e, com isso, comparar preços em real de julho com os preços de junho expressos em URV, pois afinal a URV e o real eram *a mesma moeda*. A segunda consistiria em converter todos preços em cruzeiros reais coletados ao longo do mês de junho, para cruzeiros reais *à taxa de paridade observada no último dia de junho (CR\$ 2.750,00 por real)*, tal como feito em outras reformas monetárias, e compará-los com os preços em reais observados em julho. Qual o método correto?

A segunda alternativa é claramente inadequada para o caso em tela e nos remete aos problemas observados acima com a conversão de salários pela média em URV *quando não se usa a URV do dia do pagamento*. Os valores medidos em URV ficam muito diferentes se os valores em cruzeiros reais não são convertidos em URV pela data do pagamento, ou, no caso, da coleta. Um item cujo preço fosse de CR\$ 10.000,00 na coleta de 1 de junho, custaria URV\$ 5,24, caso fosse convertido pela URV do dia da coleta, 1 de junho (CR\$ 1.908,68). Caso fosse convertido com a paridade de 30 de junho (CR\$ 2.750,00), terá seu valor em URV muito menor, em URV\$ 3,64. Se, durante o mês de julho, após as primeiras emissões de URV e sua troca de nome para real, esse mesmo item continuasse a valer R\$ 5,24, certo seria que o índice de inflação registrasse uma variação nula. Entretanto, se a conversão dos valores coletados em junho for feita com a paridade de 30 de junho, o índice faria uma comparação entre R\$ 5,24 e URV\$ 3,64, registrando uma inflação totalmente fictícia de 44%!<sup>101</sup>

A disponibilidade de uma cotação para a URV para cada dia do período anterior a 30 de junho estabelecia uma diferença básica entre esta reforma monetária e as outras: a taxa de

---

<sup>101</sup> Um exemplo semelhante apareceu num artigo de Edmar Bacha cujo título era “o indexador cerveja” na Folha de São Paulo, 28.05.1994: um sujeito tem uma conta no botequim cujo saldo era reajustado todo de 1 conforme a variação do preço da cerveja. Ilustrativamente a cerveja custava CR\$ 2.000,00 em 1º de junho e CR\$ 2.800,00 em 30 de junho. O preço médio foi CR\$ 2.400,00, mas a cerveja custou um dólar ao longo de todo o mês, ou o equivalente a uma URV. Na conversão, em 1º de julho a cerveja foi convertida para R\$ 1,00. Qual foi a inflação da cerveja no mês de julho? Foi zero se for calculada pelo método do Artigo 38, mas seria de 16,7% de envolvesse a comparação de CR 2.400,00 com CR\$2.800,00, exatamente o que se queria evitar.

conversão entre a moeda velha, o cruzeiro real, e a nova, a URV/real, *teve um valor diferente a cada dia por todo o período anterior a 30 de julho*. Isso não ocorreu em outras reformas monetárias onde a única relação entre a moeda nova e a velha era a “taxa de conversão” fixada no último dia de existência da moeda velha, o que certamente *não* era o caso agora. Sem dúvida, esta é uma das múltiplas vantagens de a MP 434/94 ter definido a URV como moeda de conta oficial, parte integrante do sistema monetário ou unidade monetária “intrauterina”, no dizer de Saulo Ramos: era possível calcular a inflação em reais em julho e agosto de 1994 usando valores comparáveis para os períodos anteriores a 30 de junho tal qual estivéssemos calculando uma inflação em dólar.

O problema do “resíduo estatístico” ou da inflação fictícia do exemplo acima ficava totalmente eliminado com o procedimento da lei que determinou que, para julho e agosto, os índices válidos para as cláusulas de correção monetária seriam somente aqueles em que os preços em reais apurados em julho e agosto eram comparados a preços em URV ou em cruzeiros reais coletados convertidos em URV *pela data de sua coleta*. Foi assim que dispôs o Artigo 38 da Lei 8.880/94, complementado pelo Artigo 24 da Lei 9.069/94: não se obrigava os institutos de pesquisa de preços a mudar suas metodologias, apenas se estabelecia que somente os índices calculados da forma que a lei entendia como correta seriam válidos em cláusulas de correção monetária. Não há dúvida que isto pertencia ao escopo da reforma monetária – pois correção monetária, ou a escolha da moeda de conta de obrigação pecuniária, é assunto monetário e, portanto, de lei - e tampouco faria sentido que a lei admitisse a prática de correção monetária, que por definição teria de tomar em conta a correta aferição da perda de poder aquisitivo da moeda de curso legal no país (o real), por metodologia errada, enviesada ou confusa. A Tabela 8.4 abaixo revela as diferenças decorrentes das duas metodologias acima explicadas, designando a segunda como o índice “sujo” e a primeira, na forma das leis 8.880/94 e 9.069/94 como “limpa”:

Tabela 8.4  
Inflação para julho e agosto de 1994, índices da FGV  
(variações percentuais no mês)

	IGP-DI		IPA-DI		IPC-BR		INCC-DI	
	sujo	limpo	sujo	limpo	sujo	limpo	sujo	limpo
Julho	24.7	5.47	23.1	4.41	32.4	8.10	10.3	3.58
Agosto	3.34	3.34	4.40	4.40	2.60	2.60	0.14	0.14
	IGP-M		IPA-M		IPC-M		INCC-M	
	sujo	limpo	sujo	limpo	sujo	limpo	sujo	limpo
Julho	40.0	4.33	36.9	2.40	44.5	7.61	42.8	4.89
Agosto	7.56	3.94	7.87	3.98	8.16	4.56	3.95	1.72

Fontes e observações: IGP's são medias ponderadas de IPAs (preços por atacado), IPCs (preços ao consumidor) e INCCs (custo nacional da construção) com pesos de 0,60, 0,30 e 0,10

respectivamente. O IGP-DI se refere a preços coletados entre o primeiro e o último dia de cada mês e o IGP-M se refere a preços coletados entre 21 do mês anterior e 20 do mês de referência e publicado sempre no último dia do mês. Fundação Getúlio Vargas, Depec-BCB.

A Tabela 8.4 se beneficia do fato de a FGV ter publicado as duas versões de seus índices mais importantes. Para o IGP-DI, cujos período de coleta é do primeiro ao último dia do mês, só há diferença decorrente dos problemas acima descritos no mês de julho quando a inflação corretamente apurada foi de 5,47% ao passo que o cálculo com os preços em cruzeiros reais coletados em vários momentos do mês, mas “urvizados” com a cotação do dia 30, gerava uma inflação de 24,7%. As distorções foram semelhantes para os índices que compunham o IGP-DI mais ou menos na mesma proporção. Para o IGP-M os problemas foram ainda maiores pois o índice para julho inclui 10 dias de junho, e portanto, o potencial de distorção também se observa para os preços referentes a julho. O IGP-M para o mês de agosto consistiu na comparação entre preços coletados em reais entre 21 de julho e 20 de agosto contra preços coletados entre 21 de junho a 20 de julho, portanto, continha 10 dias de distorção. A diferença entre a inflação medida pelos índices sujo e limpo foi grande em julho – 40,0% contra 4,33% - e menor em agosto – 7,56% contra 3,94%. No acumulado, a diferença entre o IGP-M sujo e limpo nesses dois meses foi de 38,9% de inflação puramente fictícia.

O assunto se revelou bem mais polêmico do que se poderia imaginar, porém, não em razão de dúvidas metodológicas, mas de instituições financeiras com grandes posições compradas em NTN-C, indexadas ao IGP-M, que se mobilizaram para questionar o Artigo 38 nos tribunais, de início sob o guarda-chuva da ANDIMA<sup>102</sup>, a associação contratante do IGP-M junto à FGV. Desde o início da controvérsia, quando da publicação da MP 434/94, era sabido que o “resíduo estatístico” era da ordem do que foi revelado pela Tabela 8.4, e que o pagamento desse “reajuste” a maior sobre a variação efetiva dos preços nos meses de julho e agosto seria um brutal enriquecimento do credor em detrimento do devedor. Nenhum dos que se insurgiu contra o Artigo 38, qualquer que fosse a alegação, jamais negou que se tratava de um pagamento em total desproporção com qualquer noção de equilíbrio econômico da relação, apenas se tentava argumentar que era devido assim mesmo e que o governo não poderia evitar o pagamento senão violando a Constituição. Os interesses econômicos envolvidos eram gigantescos, assim como o número de pareceristas alistados para afirmar que o Artigo 38 estabelecia um “expurgo” e, portanto, uma

---

<sup>102</sup> Antiga Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto, posteriormente fundida na atual AMBIMA, Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais.

inconstitucionalidade semelhante às praticadas em outros planos. Era surpreendente que entre estes estivesse o professor Mario Henrique Simonsen que, em parceria com Augusto Jefferson Lemos, assinava um documento intitulado “O expurgo do resíduo inflacionário”, pois em muitos de seus escritos anteriores sobre políticas de estabilização reconhecia a necessidade de se corrigir “desequilíbrios contratuais” decorrentes da estabilização, inclusive através de *tablita*<sup>103</sup>. No mérito, o argumento de Simonsen & Jefferson era frágil pois se baseava na tese segundo a qual toda indexação é sempre “defasada” e por isso mesmo o “resíduo” não era estatístico, mas inflação que deixou de constar do cálculo. Ainda que intuitivamente apelativo a falácia do argumento residia em que sempre que “falta” inflação no final da conta, “sobra” no início, pois o período de apuração não pode ser maior que o período de competência, ou seja, não se pode almejar 25 dias adicionais de correção (por que esta seria a “defasagem” do IGP-M) sem especificar como seriam devolvidos (com correção!) os 25 dias de “ganho” na partida<sup>104</sup>. O fato é que a correção monetária mensal, por óbvio, não pode ser feita considerando um período de competência maior que 30 dias, sendo certo que quando se convencionava a correção monetária para determinado mês aceita-se implicitamente que o índice avençado contenha a melhor medida para a inflação do mês de competência.

Outro argumento comum na época, entre participantes de mercado, era que as NTN-C incluíam um “prêmio” decorrente da expectativa que de o “resíduo” fosse reconhecido e pago, o que pode ser fato, mas não era um direito, quando muito uma “expectativa de direito” que o Poder Público não tinha nenhuma obrigação de corroborar. Na verdade, não há nenhuma razão que venha a justificar a liberalidade de o Estado presentear seus credores com 38,9% adicionais em seus títulos se o correto é não o fazer, bastando a lei da reforma monetária assim o especificar. As leis que definiram a introdução do real não se furtaram a estabelecer uma metodologia específica para a prática de correção monetária orientada pelo princípio da manutenção do equilíbrio econômico-financeiro das obrigações e que

---

<sup>103</sup> Conforme Simonsen & Dornbush, 1987 *apud* Sturzenegger, 1994, p. 33: “reforma monetária é um conceito amplo, que engloba a revisão de contratos e a reforma de instituições, a fim de torná-las compatíveis com a meta de inflação nula ... No caso de contratos que envolvam pagamentos nominais no futuro, uma moeda nova é uma forma de alinhar o valor real dos pagamentos com as expectativas implícitas na época em que os contratos foram concluídos. Uma 'tablita' que converta o dinheiro velho em novo, de acordo com uma tabela de depreciação, é, na prática, a forma de alcançar este objetivo”.

<sup>104</sup> Quem ficou com um papel corrigido pelo IGP-M em maio e junho, por exemplo, recebeu nesses dois meses as variações de preços “centrados” de 5 de abril a 5 de maio e daí a 5 de junho. Como se trata de preços médios de 21 do mês anterior a 20 do mês, o “centro” é o dia 5. Sempre se pode dizer, como dizem Simonsen & Jefferson que faltaram 25 dias de junho (quando a inflação pelo IGP-M foi de 45,21%), mas a conta incorporou 25 dias a mais do mês de abril (quando a inflação pelo IGP-M foi de 42,58%), que não faz parte da conta. Em tempo: a aceleração da inflação é capturada como inflação em URV.

eliminaram a distorção. O “enriquecimento” (e “empobrecimento”) que ocorreria em razão do pagamento de 38,9% adicionais sobre as obrigações do Tesouro Nacional indexadas em IGP-M simplesmente foi evitado.

Os que foram à Justiça foram perdendo ou desistindo, o mais aguerrido deles abriu mão de sua queixa depois de uma sentença favorável ao BCB exarada pelo Dr. André Custódio Nekatschalow, juiz da 2ª Vara Federal em São Paulo nos termos bastante esclarecedores. Foi a primeira sentença de mérito, ainda na primeira instância, mas que pela sua assertividade e importância, num caso que vinha ganhando as manchetes e adquirindo ares de batalha judicial, mudou o rumo e as opiniões a respeito do tema<sup>105</sup>:

Considerando-se que o cálculo da inflação se dá por comparação de preços, seja pelo critério “ponta a ponta” como pelo “média contra média”, tudo recomenda que os preços sejam comparados com o mesmo padrão monetário, pois, do contrário, haverá certamente distorções que, neste caso, prejudicariam o devedor e beneficiariam, indevidamente o credor. ... É um postulado lógico que coisas diferentes não podem ser somadas e divididas ... a falta de identidade entre os paradigmas considerados, certamente, há de conduzir a distorções, que de modo algum se elevam à categoria de direito adquirido nem encontra abrigo no ato jurídico perfeito. Daí o acerto do Art. 38 da Lei 8.880/94 que, ao invés de interferir diretamente nas relações jurídicas impondo um novo indexador (como tornou-se hábito nos diversos planos econômicos), ou estabelecer uma *tablita* que deflacionasse o valor da obrigação aproximando-a da realidade inflacionária (o que ambas as partes dizem não ofender qualquer garantia constitucional), dispôs que os índices haveriam de considerar a mesma unidade de conta para a apuração da inflação no período conseqüente à modificação do padrão monetário, não para expurgar a inflação passada, mas sim para não contaminar os meses vindouros (julho e agosto de 1994) com a comparação distorcida dos preços tomados em unidades diferentes. ... [A] realidade empírica da perda de poder de compra só tem relevância jurídica se e como previsto no ordenamento positivo, não segundo a vontade dos particulares que encomendam determinada instituição para a elaboração dos indexadores que melhor consultem seus interesses, e, pior, procurar impô-lo ao Estado.

O assunto teve prosseguimento, não obstante, mas várias oitavas abaixo, ausentes as ameaças de prisão aos delegados do BCB e outras tentativas toscas (que permaneceram impunes) de pressionar as autoridades, e depois de longo tempo, tal como efeitos de um maremoto bem distante, chegaram algumas ondulações aos tribunais superiores. A animosidade entre juristas e economistas sobre quaisquer temas em planos econômicos era enorme nos primeiros meses, e daí a propensão do Judiciário a interpretar qualquer dispositivo como confiscatório mesmo antes de entender o que do que se tratava. Com o tempo, e com as devidas explicações, o assunto acalmou. O exemplo mais interessante é o da mudança de opinião do professor Arnaldo Wald, que escreveu um artigo em maio de 1994 em coautoria com o professor Ives Gandra, onde afirmavam que o Artigo 38 era “um autêntico confisco” e que o plano “não inovou a técnica anterior, sendo apenas mais

---

<sup>105</sup> Processo n. 95.0005443-4, mandato de segurança denegado, tendo como promovente Banco de Investimentos Garantia S/A e Banco Garantia S/A e promovido o delegado regional do BCB em São Paulo, 06/11/1995, pp. 1196-1198

sofisticado e mais disfarçado no engessamento da economia. Engessa-se a correção sem engessar a inflação do período”.<sup>106</sup> Em 2002, na segunda edição de seu livro “O novo direito monetário”, o artigo reaparece idêntico, como o capítulo 3, porém com novo título, “Do cruzeiro ao real (sem ferir a Constituição)”, *sem as passagens sobre o suposto confisco* e com adições ao texto como se segue: “a garantia dos direitos adquiridos não deve ... significar um prêmio para a especulação que, muitas vezes, assume riscos e posteriormente não quer aceitar os resultados dela decorrentes. Há de se fazer a distinção entre os direitos que já foram efetivamente integrados ao patrimônio do titular e as simples expectativas, que são mutáveis e sujeitas às novas normas legislativas”.<sup>107</sup>

Marcos Cavalcanti de Oliveira observa que o Artigo 38 da Lei 8.880/94 teve a mesma natureza das leis 6.205/75 e 6.423/77 “na medida em que todas as três leis prescrevem o modo de se calcular a atualização monetária com base em índices de preços. ... No passado, por ocasião daquelas duas outras leis, ... o STF firmou o entendimento de que inexistia direito adquirido a certo critério de correção monetária se a lei nova estabelecer nova escala móvel. Agora, com o Artigo 38 da Lei 8.880/94, o mesmo deve ser o entendimento”.<sup>108</sup> No âmbito do STJ, a título de exemplo, o ministro Teori Zavaski, acompanhando diversos outros acórdãos proferidos, se pronunciou nos seguintes termos (grifos meus)<sup>109</sup>:

Em suma: não há direito adquirido à manutenção do regime legal sobre índices de correção monetária. Tal regime, que decorre de lei, mesmo quando incorporado a contrato, fica sujeito a alteração a qualquer tempo, por ato legislativo, que, embora deva respeitar o direito adquirido (= observância do critério da lei antiga em relação à correção monetária pelo tempo já decorrido), tem aplicação imediata, para alcançar fatos presentes e futuros (= correção monetária relativa ao período a decorrer). No caso em exame, embora a aquisição de NTN pela impetrante tenha decorrido de um ato de vontade seu, isso não significa que tenha direito à manutenção, para o futuro, de regime monetário vigente à época da aquisição. E o Artigo 38 da Lei 8.880/94, embora tenha alcançado as situações jurídicas em curso, certamente não operou retroativamente.

Mais recentemente em razão de uma rumorosa causa envolvendo dois grandes bancos - um dos quais um dos contendores contra o Tesouro e que havia sido derrotado -, a CONSIF (Confederação Nacional do Sistema Financeiro) interpôs ação de descumprimento de preceito fundamental visando a declaração de constitucionalidade do Artigo 38 da Lei 8.880/94 pelo STF. Em medida cautelar, em 2006, por via de decisão monocrática do ministro Sepúlveda Pertence, o STF determinou a suspensão de todos os processos associados ao mesmo tema até a decisão final da Corte. A propósito de sua decisão o ministro

<sup>106</sup> Arnaldo Wald & Ives Gandra da Silva Martins “O real expurgo do real” O Globo 31.05.1994.

<sup>107</sup> Wald, 2002, p. 53.

<sup>108</sup> Oliveira, 2009, p. 275.

<sup>109</sup> *Apud Ibid.*, pp. 279-80.

observou enigmáticamente: “da decisão [do STF] pode resultar o surgimento – dos armários até aqui aparentemente tranquilos do Plano Real – de um novo ‘esqueleto’ de dimensões imprevisíveis”.<sup>110</sup> É improvável que isso aconteça, sobretudo considerando que o STF concentrou todas as questões pendentes de planos econômicos para serem julgadas em conjunto, embora algumas já tenham sido tratadas. Em novembro de 2013, todavia, conforme relatamos no Capítulo 1, um grupo de 12 ex-ministros da Fazenda e 10 ex-presidentes do BCB, compreendendo todos os governos e todas as tendências políticas, fez publicar uma carta aberta ao STF com preocupações quanto aos efeitos dessas decisões, como quem sugerisse que esses assuntos já se esgotaram. O STF se impressionou vivamente com a iniciativa, e desde então se mantém imóvel nesse assunto. É onde estamos no momento em que se publica este manuscrito.

#### **8.4. A reconstrução monetária.**

##### **A URV se torna real**

O período de vida da URV, ou do real quando jovem ou apenas uma moeda de conta, foi curto e profícuo. A experiência de empreender uma reforma monetária nesse formato não tinha paralelo, sobretudo na engenhosidade do desenho dos incentivos, cujo espírito vinha da compreensão dos processos de dolarização ocorridos durante grandes inflações. Não era intuitiva, nem distante do paradoxo, a ideia que o caminho para a “desindexação”, ou para o nominalismo, poderia ser a conduta exatamente oposta, a “radicalização” da correção monetária, ou uma aceleração da indexação, funcionando como catarse, uma vacina feita com o próprio veneno da inflação. O fato é que, do ângulo individual, os incentivos estavam corretos, a oferta parecia irrecusável: migrar para a URV, *tal qual fosse moeda estrangeira*, aceitando implicitamente a desindexação, ainda que mitigada, quando a URV se tornasse o real, oferecidas algumas garantias, caso a estabilização não funcionasse.

Conforme já observado na seção anterior, com menos de um mês de existência da URV, já parecia claro o sucesso da “oferta”, bem como das conversões obrigatórias determinadas pela MP 434/94 para salários e benefícios, de modo que as expectativas acerca dos próximos passos se voltaram para os detalhes da consumação da transformação da URV em real, transição que muitos imaginaram que tivesse de ocorrer em período de tempo muito mais longo. A velocidade dos acontecimentos surpreendeu a todos, a reforma monetária

---

<sup>110</sup> Duran, 2010, pp. 117-118.

parecia razoavelmente bem assimilada em 30 de março, quando o ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso deixou o cargo para se candidatar à Presidência da República, sendo substituído pelo embaixador Rubens Ricupero, sem qualquer alteração no *modus operandi* da equipe e na condução do plano. O ministro Ricupero atuou de forma especialmente bem-sucedida, na descrição de Maria Clara do Prado, como o “principal comunicador do Plano Real” e “elo mais importante entre o presidente Itamar Franco e a equipe”.<sup>111</sup> No terreno da construção da credibilidade do programa seu papel foi crucial em um momento onde Fernando Henrique Cardoso, já candidato, não podia atuar como ministro sob o risco da acusação de fazer uso da máquina pública e o presidente Itamar Franco não era identificado com o plano e suas tecnicidades, nem necessariamente simpático a todos os seus pressupostos. Nessa delicada circunstância, o ministro Ricupero foi essencial para evitar desatinos associados a questões como salários do funcionalismo, sobretudo militares, de mensalidades escolares, e controles de preços, uma obsessão do presidente. Muitos pratos estavam no ar naquele momento.

Na segunda quinzena de maio tomou-se a decisão de que a plena existência do real teria início no dia 1 de julho, informação que se tornou oficial em 27 de maio, quando da publicação da Lei 8.880/94. Com isso, restou pouco mais de um mês de especulações inofensivas sobre as novidades que poderiam vir no dispositivo que veio a ser a MP 542 de 30 de junho de 1994. Havia dúvidas sobre as políticas para juros e câmbio a partir de 1 de julho, de que trataremos adiante, embora apenas de maneira breve, e as diversas questões formais e institucionais que o novo dispositivo teria de regular, face ao que já havia sido estabelecido na Lei 8.880/94. Os principais temas eram o “fecho” da reforma monetária, as conversões em real de obrigações que não se converteram por vontade das partes e as regras de indexação para o futuro. Adicionalmente, esta seção também cuidará das inovações institucionais que a MP 542/94 procurou introduzir nos curtos espaços em que se podia tratar de tais assuntos pela via das medidas provisórias.

No tocante à complementação da reforma monetária iniciada pela Lei 8.880/94, e à luz de outras reformas monetárias examinadas nesse estudo, a MP 542/94, convertida em lei aproximadamente um ano depois, não trouxe nenhuma novidade: (grifos meus):

---

<sup>111</sup> Prado, 2005, p. 242.

### Lei 9.069 de 29 de junho de 1995

*Dispõe sobre o Plano Real, o Sistema Monetário Nacional, estabelece as regras e condições de emissão do REAL e os critérios para conversão das obrigações para o REAL, e dá outras providências*

Art. 1. A partir de 1 de julho de 1994, a unidade do Sistema Monetário Nacional passa a ser o REAL (Art. 2 da Lei 8.880/94), que terá curso legal em todo o território nacional.

§ 1. As importâncias em dinheiro serão grafadas precedidas do símbolo R\$.

§ 2. A centésima parte do REAL, denominada “centavo”, será escrita sob a forma decimal, precedida da vírgula que segue a unidade.

§ 3. A paridade entre o REAL e o Cruzeiro Real, a partir de 1 de julho de 1994, será igual à paridade entre a Unidade Real de Valor - URV e o Cruzeiro Real fixada pelo BCB para o dia 30 de junho de 1994. (...)

Art. 2. O Cruzeiro Real, a partir de 1 de julho de 1994, deixa de integrar o Sistema Monetário Nacional, permanecendo em circulação como meio de pagamento as cédulas e moedas dele representativas, pelo prazo de 30 (trinta) dias, na forma prevista nos §§ 3 e 4 do art. 3 da Lei 8.880/94.

A partir de 1 de julho de 1994, conforme disposto no Artigo 1, passava a ser o real “a unidade” do Sistema Monetário Nacional, ou seja, o país passa a dispor de uma única moeda de curso legal, com remissão expressa ao Artigo 2 da Lei 8.880/94, segundo o qual, “a URV será dotada de poder liberatório, a partir de sua emissão pelo BCB, quando passará a denominar-se Real”. A moeda “intrauterina”, e que tinha nome de composto químico, que tinha sido apelidada de “Última Razão de Viver” por um empresário que afirmou tratar-se do “último plano que vamos tolerar”<sup>112</sup>, agora era a moeda nacional, a única dotada de poder liberatório. O Artigo 2 determinava que o cruzeiro real deixava de integrar o Sistema Monetário Nacional, mas suas cédulas poderiam permanecer em circulação por prazo de 30 dias até sua substituição. A paridade entre a nova e a velha moeda era dada pela última cotação da URV em cruzeiros reais, fixada para o dia 30 de junho de 1994, exatos CR\$ 2.750,00 para cada real, e permaneceria fixa a partir daí, à semelhança de outras reformas monetárias ocorridas no passado.

Houve na equipe uma cogitação interessante, a de manter o cruzeiro real como moeda de conta para além de 30 de junho, por tempo indeterminado, e a URV, agora denominada real como moeda de pagamento, invertendo-se, portanto, a funcionalidade das duas moedas, e mantendo-se entre elas uma regra de fixação de paridade que refletisse a perda de poder aquisitivo da moeda de pagamento, que passava a ser o real. A equipe se referia a esta possibilidade como “o dual”, aludindo a uma figura clássica da programação linear, e dos problemas de maximização em particular, muito conhecida dos economistas. Esta seria uma fórmula de se evitar por completo qualquer conversão contratual que não fosse voluntária,

---

<sup>112</sup> Leitão, 2011, p. 274.

pois quem quisesse manter suas obrigações em cruzeiros reais poderia fazê-lo, embora ficasse sujeito a receber seus rendimentos em cruzeiros reais convertidos em reais de acordo com taxas de conversão fixadas pelo BCB. Era um mecanismo instigante, mas que se julgou que penetrava no perigoso terreno do preciosismo, ou da complexidade desnecessária<sup>113</sup>, sobretudo à luz de uma dificuldade prática que poderia ser imensa, a troca de cruzeiros reais por reais a uma taxa de conversão de CR\$ 2.750,00.

Todas as reformas monetárias do passado ocorreram com taxas de conversão paritárias ou iguais a um para mil, caracterizando apenas o “corte de zeros” da moeda velha, junto com a troca de denominação. Estas taxas de conversão “redondas” permitiam a aposição de carimbos de equivalência e a convivência entre as duas moedas na circulação por longo tempo. Desta vez, contudo, a taxa de conversão era tal que não havia a menor lógica na utilização de carimbos ou na manutenção de cédulas de cruzeiros reais na circulação lado a lado com o real. Basta olhar a Tabela 8.5 para que se perceba que tais possibilidades eram inviáveis em vista dos valores em reais que teriam as cédulas de cruzeiros reais em circulação:

Tabela 8.5:  
Valores em reais das cédulas de cruzeiros reais na circulação em 30 de junho de 1994

cédulas de cruzeiros reais	valor equivalente em reais
50,00	0,018
100,00	0,036
500,00	0,182
1.000,00	0,364
5.000,00	1,818
50.000,00	18,182

Fonte e observações: BCB, padrões monetários

Era preciso, portanto, empreender a troca integral do meio circulante no momento da introdução do real, tarefa nada fácil em vista do ritmo habitual de trabalho para planejar, confeccionar, imprimir e distribuir uma nova cédula. Nos últimos anos, as “famílias” de cédulas em circulação compreendiam cinco ou seis cédulas, cujo tempo de vida dependia da inflação. A cédula de CR\$ 50.000,00, por exemplo, com a efígie da baiana, a última deste padrão monetário, foi posta em circulação em 30.03.1994, quando a URV valia CR\$ 913,50, ou seja, era uma cédula que nasceu valendo URV\$ 54,73 e que 90 dias depois, valia R\$ 18,18.

<sup>113</sup> Prado, 2005, p. 217.

Ao ritmo de 45% mensais, esta cédula demoraria cerca de 2 meses adicionais para valer menos que URV\$ 10, o que indicaria a necessidade do lançamento de uma nova cédula de maior denominação<sup>114</sup>, quando, adicionalmente, as cédulas de CR\$ 50,00 e CR\$ 100,00 perderiam totalmente o valor e deveriam ser recolhidas. O desafio que se apresentava para o BCB e para a Casa da Moeda era o de colocar em circulação de uma vez só uma família inteira de cédulas, nos valores de R\$1,00, R\$ 5,00, R\$10,00, R\$ 50,00 e R\$ 100,00. Decidiu-se por desenhos simples, e estampas pré-existentes, à exceção da garoupa da cédula de R\$ 100,00, e com um enorme esforço de logística a troca acabou sendo feita sem maiores problemas. Este esforço monumental não era visível para o público, que apenas não percebeu maiores dificuldades em trocar as cédulas de cruzeiros reais, e viu as unidades de caixa eletrônico acessarem contas bancárias já convertidas e cuspirem as novas cédulas como se uma cegonha as tivesse depositado ali. A tarefa de dividir os valores e lidar com as casas decimais produziu uma pequena “inflação de arredondamento” que não ajudaria o número para o primeiro mês de vida da nova moeda, mas era um preço baixo a pagar diante de tantas dificuldades.

No assunto mais complexo das conversões contratuais, a MP 542/94 também não inovou substancialmente nos métodos de conversão de obrigações pela média, já extensamente testados e bem absorvidos nesta ocasião em especial em razão da facilidade proporcionada pelo cálculo dos valores em URV de prestações passadas pela URV do dia do pagamento ou vencimento. Nesse quesito, os dispositivos da MP 542/94, posteriormente convertida na Lei 9.069/94 cerca de um ano depois, em 29 de junho de 1995, foram mais aperfeiçoados que os de outros planos econômicos, como pode ser visto a seguir (grifos meus):

Art. 19. As obrigações pecuniárias em Cruzeiros Reais, sem cláusula de correção monetária ou com cláusula de correção monetária prefixada, serão convertidas em REAL, no dia 1 de julho de 1994, observada a paridade entre o Cruzeiro Real e o Real fixada para aquela data.

Art. 20. As obrigações pecuniárias em Cruzeiros Reais, com cláusula de correção monetária baseada em índices de preços, em que a periodicidade de reajuste pleno é igual ou menor que a periodicidade de pagamento, serão convertidas em REAL, no dia 1 de julho de 1994, observada a paridade fixada para aquela data, reajustando-se pro rata tempore os valores contratuais expressos em Cruzeiros Reais desde o último aniversário até o dia 30 de junho de 1994, inclusive, de acordo com o índice constante do contrato.

Art. 21. As obrigações pecuniárias em Cruzeiros Reais, com cláusula de correção monetária baseada em índices de preços, em que a periodicidade de reajuste pleno é maior que a periodicidade de pagamento, serão convertidas em REAL, no dia 1 de julho de 1994, de acordo com as disposições abaixo:

---

<sup>114</sup> Nesse ritmo, a baiana levaria 11 meses para valer menos que URV\$ 1,00 e 24 meses para valer menos de 1 centavo de URV.

I - dividindo-se o valor em Cruzeiros Reais da obrigação vigente no dia do aniversário em cada um dos meses imediatamente anteriores, em número igual aos do último período de reajuste pleno, pelo valor em Cruzeiros Reais do equivalente em URV nesses mesmos dias;

II - extraíndo-se a média aritmética dos valores resultantes do inciso anterior;

III - reconvertendo-se, em Cruzeiros Reais, o valor encontrado pela URV do dia do aniversário em junho de 1994;

IV - aplicando-se, *pro rata tempore*, sobre o valor em Cruzeiros Reais de que trata o inciso anterior, o índice contratual ou legal até 30 de junho de 1994; e

V - convertendo-se em REAL o valor corrigido na forma do inciso anterior pela paridade fixada para aquela data.

Conforme se nota no texto a seguir, as conversões nas obrigações sem correção ou prefixadas foram pela paridade, sem *tablita*, não que este mecanismo fosse necessariamente um pecado capital, pois a ‘conversão pela média’ tinha a mesma natureza jurídica, e havia a utilização de *tablita* nos dispositivos das leis 8.880/94 e 9.069/95 referentes aos contratos da administração pública, onde o setor público, como parte contratante, poderia estabelecer suas regras, cabendo à outra parte a possibilidade de sair do contrato, como em qualquer outra relação contratual<sup>115</sup>. Assim mesmo, havia certo valor conceitual em afirmar que o Plano Real não trazia, para o caso geral, a imposição de *tablitais*, algo que muitos não entendiam exatamente do que se tratava e tomavam a observação apenas como indicativa de uma filosofia de não interferir indevidamente nas relações privadas em um momento tão delicado.

Também se determinou a conversão em termos paritários no caso onde a periodicidade de reajuste pleno e a de pagamento eram iguais, ou quando esta era maior que aquela. Não haveria ajustes a fazer, ou conversão pela média, por exemplo, em contratos com reajuste pleno mensal e pagamento mensal. O mesmo valeria para reajustes mensais (semanais) e pagamentos trimestrais (mensais), pois são situações onde o valor real da prestação permanece no “pico”, por convenção das partes, e a conversão pela média não traria alteração material na relação. Apenas nos casos onde o período de reajuste pleno era maior que o de pagamento – como era a política salarial criada pela Lei 8.700/93, que estipulava reajuste pleno *quadrimestral*, reajuste parcial mensal e pagamento *mensal* – o Artigo 21 determinava a conversão pela média, mas com estrita observância da “data de aniversário” da obrigação. A própria Lei 9.069/95 se esmerou nesta definição, inclusive para situações contratuais mais complexas (grifos meus):

---

<sup>115</sup> No § 5 do Artigo 14 da Lei 8.880/94 e no § 1 do Artigo 23 da Lei 9.069/94 fica estabelecido o expurgo de expectativa inflacionária onde ela não é expressa, quando não há cláusula de correção para o período de tempo entre o adimplemento de uma obrigação e a data do pagamento.

Art. 22. Para os efeitos desta Lei, “dia de aniversário”, “data de aniversário” e “aniversário” correspondem:

I - no caso de obrigações pecuniárias em Cruzeiros Reais com cláusula de correção monetária por índice de preço, ao dia do vencimento; na falta deste, ao dia do último reajuste; e, na falta deste, ao dia do surgimento, em qualquer mês, da obrigação, do título, do contrato ou da parcela contratual;

II - no caso de contratos que tenham por objeto a aquisição ou produção de bens para entrega futura, a execução de obras ou a prestação de serviços, e que tenham cláusulas de reajuste de preços por índices de preços setoriais, regionais ou específicos, ou, ainda, que reflitam a variação ponderada dos custos dos insumos utilizados, ao último dia de validade dos preços contratuais em cada período de reajuste.

O Artigo 21 fixava uma fórmula muito precisa para a conversão em real tendo como base a média em URV dos pagamentos nas datas de aniversário da obrigação durante os meses do período de reajuste pleno, a reconversão desta média em cruzeiros reais na data de aniversário em junho, o reajuste *pro rata tempore* pelo índice do contrato até 30 de junho, quando, então, a obrigação era convertida em real pela paridade desta data. Jamais o procedimento tinha sido tão minucioso e fiel ao efetivo poder de compra de cada prestação no momento em que foi paga. Não se registraram complicações com a medida mas, como parece ser inevitável, o dispositivo foi contestado no Judiciário, e algumas ações relacionadas a contratos de alugueis se arrastaram por muitos anos. O assunto foi decidido no STF muito recentemente, em 29 de abril de 2015, quando cinco recursos especiais contra o Artigo 21 da Lei 9.069/95 foram julgados. Um voto-vista do ministro Teori Zavascki definiu a questão pela constitucionalidade do dispositivo, discrepando do voto do relator, ministro Marco Aurélio, no que foi acompanhado pela maioria da corte. Vinte anos se passaram para esta confirmação.

Outro assunto de extrema delicadeza para o Plano Real, e que a MP 542/94, depois Lei 9.069/95, resolveu de forma tranquila foi a definição sobre correção monetária de obrigações posteriormente à sua conversão em URV ou em reais. Já na Lei 8.880/94 ficava claro que a contratação em URV não ocasionava a vedação de cláusula de correção monetária, mas a sua suspensão por prazo de um ano contado da data da contratação ou conversão (Artigo 11) e a obediência ao Artigo 38 no tocante aos índices de correção monetária aceitáveis. Na Lei 9.069/95 os dispositivos sobre correção monetária foram consolidados e estendidos na forma como se segue (grifos meus):

Art. 27. A correção, em virtude de disposição legal ou estipulação de negócio jurídico, da expressão monetária de obrigação pecuniária contraída a partir de 1 de julho de 1994, inclusive, somente poderá dar-se pela variação acumulada do Índice de Preços ao Consumidor, Série r - IPC-r.

§ 1. O disposto neste artigo não se aplica:

I - às operações e contratos de que tratam o Decreto-lei 857/69, e o art. 6 da Lei 8.880/94;

II - aos contratos pelos quais a empresa se obrigue a vender bens para entrega futura, prestar ou fornecer serviços a serem produzidos, cujo preço poderá ser reajustado em função do custo de produção ou da variação de índice que reflita a variação ponderada dos custos dos insumos utilizados;

III - às hipóteses tratadas em lei especial.

§ 2. Considerar-se-á de nenhum efeito a estipulação, a partir de 1 de julho de 1994, de correção monetária em desacordo com o estabelecido neste artigo.

§ 3. Nos contratos celebrados ou convertidos em URV, em que haja cláusula de correção monetária por índice de preços ou por índice que reflita a variação ponderada dos custos dos insumos utilizados, o cálculo desses índices, para efeitos de reajuste, deverá ser nesta moeda até a emissão do REAL e, daí em diante, em REAL, observado o art. 38 da Lei 8.880/94.

§ 4. A correção monetária dos contratos convertidos na forma do art. 21 desta Lei será apurada somente a partir do primeiro aniversário da obrigação, posterior à sua conversão em REAIS. (...)

Art. 28. Nos contratos celebrados ou convertidos em REAL com cláusula de correção monetária por índices de preço ou por índice que reflita a variação ponderada dos custos dos insumos utilizados, a periodicidade de aplicação dessas cláusulas será anual.

§ 1. É nula de pleno direito e não surtirá nenhum efeito cláusula de correção monetária cuja periodicidade seja inferior a um ano.

§ 2. O disposto neste artigo aplica-se às obrigações convertidas ou contratadas em URV até 27 de maio de 1994 e às convertidas em REAL.

O enunciado do Artigo 27 acima é deliberadamente idêntico ao da Lei 6.423/77, um dispositivo pioneiro e paradigmático, conforme examinado no Capítulo 2, pelo qual toda e qualquer correção monetária somente poderia ter por base “a variação nominal da Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional (ORTN)” (Art. 1). Foi o mandamento que deu vida à ideia da “bigamia monetária”, ou à separação de funções entre moeda de conta e de pagamento e que unificou as moedas de contas, ou a correção monetária, em torno da ORTN. Era uma fórmula bastante harmônica a todo o desenho do Plano Real e que de modo algum procurava impor uma retroação ao nominalismo estrito estabelecido em 1933, ou uma desindexação compulsória imposta em lei. Não se falava em uma “meta” de inflação zero, como foi feito no caso do Plano Cruzado, e tampouco se exigia que as pessoas acreditassem nessa premissa e nela apostassem seus salários. A desindexação aqui proposta não era para significar uma eliminação completa da indexação, ou a volta do nominalismo de 1933, mas seu confinamento a uma periodicidade onde se revelava não apenas inofensiva, mas também útil.

É longa a lista de autores que enxergavam utilidade na correção monetária, incluindo de Milton Friedman a Robert Shiller, em debates no plano teórico. Em termos práticos, a utilidade e necessidade de correção monetária em uma economia com larga tradição inflacionária e no processo de estabilização deve ser matéria óbvia. Ademais a (des) indexação é uma escolha de moeda de conta, por que não haveria de ser uma decisão das partes que entre si estabelecem uma relação contratual? A verdadeira desindexação seria, talvez, *a retirada*

*de qualquer restrição com respeito à indexação*, inclusive a referente ao prazo mínimo anual que a Lei 9.069/95 mantinha. Mas este era um passo muito ousado para este momento, como continua a ser vinte anos depois, e tampouco há clareza sobre sua necessidade. No contexto específico dos acontecimentos de julho de 1994, considerando que o país lutava contra uma hiperinflação e que não havia certezas sobre o desfecho, a imposição de um nominalismo estrito, ou a proibição de cláusulas de correção monetária, teria, provavelmente, a mesma funcionalidade e efetividade que um congelamento de preços. Na verdade, era muito mais lógico imaginar que a correção monetária funcionasse como uma espécie de seguro, protegendo a ambas as partes de um contrato, de flutuações no nível de preço. Portanto, na prática, o Plano Real não procurou “desindexar” ou “nominalizar” os contratos e obrigações, mas apenas deslocar a aferição da indexação para a periodicidade anual, e com um índice sem resíduo, como o IPC-r, pois assim a correção funcionaria como uma garantia e de forma a não exagerar a “indenização” em caso de “sinistro”. Seria irreal imaginar que as pessoas se sentiriam seguras com a nova moeda a ponto de renunciar a qualquer forma de proteção contra a perda de poder aquisitivo desta. A migração para a URV, e para o real, ficaria mais convicta na presença de algumas cautelas. É claro que este mesmo argumento serviria para justificar um “gatilho” feito o utilizado no Plano Cruzado, com consequências desastrosas. A dosagem e o bom senso são essenciais quando se trata do manuseio de substâncias químicas potencialmente tóxicas, ainda que de grande utilidade terapêutica.

Na verdade, a indexação deve ser vista não apenas como uma prática contratual regulada em lei, pois se trata de assunto monetário, mas também como um modo de pensar sobre a corrosão das relações contratuais pela inflação, ou mais precisamente, como ausência de ilusão monetária. Dentro de restrições legais aplicáveis, os agentes econômicos sempre escolherão entre contratos pré-fixados ou pós-fixados conforme o interesse e a conveniência das partes, sendo que jamais há “desindexação” no sentido de se confundir grandezas nominais e reais ou se “esquecimento” dos efeitos da inflação. Na verdade, a ideia de “desindexação” determinada por lei, entendida como retroação ao nominalismo, dificilmente faria sentido para agentes hipersensíveis às variações do poder de compra da moeda inerentes a um processo de hiperinflação, mesmo duas décadas depois dos eventos, conforme discutido no Capítulo 2.

A Lei 9.069/95 manteve, portanto, o IPC-r como indexador central da economia conforme já estabelecido na Lei 8.880/94, ressalvadas as obrigações associadas a operações internacionais, os contratos indexados a custos de produção, e observado o Artigo 38 e a anualidade. O Artigo 28 estabelecia a periodicidade anual para a correção monetária para os

contratos novos e convertidos, contada a partir das datas de aniversário. O dispositivo era concebido para vigorar no primeiro ano de vida da nova moeda, a fim de minimizar problemas decorrentes de dispersão de índices, resíduos e problemas de preços relativos, e cumpriu bem esta papel. O IPC-r variou 33% em seus primeiros 12 meses de vida sendo inevitável que tais variações tivessem que ser reconhecidas e absorvidas.

Passadas as tensões associadas ao início do real, e nas proximidades do primeiro aniversário da nova moeda, ocorreu, quase que simultaneamente, à aprovação e publicação da Lei 9.069/95 (que na origem tinha sido a MP 542/94 reeditada várias vezes) e ao decreto que estabeleceu o salário mínimo de R\$ 100,00, a publicação da chamada “Medida Provisória da Desindexação”, a MP 1.053 de 30 de junho de 1995, de que tratamos longamente no Capítulo 2, procurando especificar com mais exatidão a natureza conceitual da desindexação, tal como podia ser definida depois de um ano de vida da nova moeda. Na verdade, é curioso, mas não paradoxal, que a MP de Desindexação *extinguisse* o IPC-r e reescrevesse a regra de indexação de uma forma mais genérica, conforme abaixo (grifos meus):

#### **Medida Provisória 1.053 de 30 de junho de 1995**

*Dispõe sobre medidas complementares ao Plano Real e dá outras providências*

Art. 1. As estipulações de pagamento de obrigações pecuniárias exequíveis no território nacional deverão ser feitas em Real, pelo seu valor nominal. (...)

Art. 2. É admitida estipulação de correção monetária ou de reajuste por índices de preços gerais, setoriais ou que reflitam a variação dos custos de produção ou dos insumos utilizados nos contratos de prazo de duração igual ou superior a um ano.

§ 1. É nula de pleno direito qualquer estipulação de reajuste ou correção monetária de periodicidade inferior a um ano. (...)

Art. 8. A partir de 1 de julho de 1995, a Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE deixará de calcular e divulgar o IPC- r.

§ 1. Nas obrigações e contratos em que haja estipulação de reajuste pelo IPC- r, este será substituído, a partir de 1º de julho de 1995, pelo índice previsto contratualmente para este fim.

§ 2. Na hipótese de não existir previsão de índice de preços substituto, e caso não haja acordo entre as partes, deverá ser utilizada média de índices de preços de abrangência nacional, na forma de regulamentação a ser baixada pelo Poder Executivo.

§ 3. A partir da referência julho de 1995, o INPC substitui o IPC- r para os fins previstos no § 6 do art. 20 e no § 2 do art. 21, ambos da Lei 8.880, de 1994

No Capítulo 2 procurou-se estabelecer o vínculo entre este dispositivo e as leis monetárias que estabeleceram e modificaram o nominalismo no ordenamento monetário brasileiro, o Decreto 23.501/33 e o Decreto Lei 857/69. A MP 1.053/95 não pretendia de modo algum, tal qual a Lei 9.069/95, restaurar o nominalismo (o Artigo 2 do Decreto 23.501/33) que havia sido ‘enfraquecido’ em 1969, com o Decreto-Lei 857/69, mas redefinir

um equilíbrio entre nominalismo e valorismo em linha com a profunda e marcante experiência inflacionária que o país viveu de 1969 até aquele momento. Era um nominalismo mitigado, ou um valorismo qualificado, onde cabia a prática da correção monetária, e havia um reconhecimento implícito que a indexação, ou ao menos, esta ‘dosagem’ de indexação – a periodicidade anual – não tinha influência relevante sobre o processo inflacionário. Dentro de pressupostos da racionalidade, que devem operar no Brasil como em qualquer parte, não existe confusão de grandezas reais e nominais, ainda mais numa terra tão maltratada pela inflação, de modo que a regulamentação da indexação não pode pretender um nominalismo imposto, que seria como o estabelecimento da ilusão monetária em lei. Assim, à correção monetária deve caber preponderantemente um papel de “seguro” na relação contratual, assegurando que a inflação não se torne em si um fator de desequilíbrio e revisão. Para inflações de um dígito em bases anuais a correção em bases também anuais seria uma expressão sensata desta postura. Vinte anos passados, ao menos, não parece haver razões a modificar esse entendimento.

Conforme relatado e discutido no Capítulo 2, a MP 1.053/95 só se tornou lei em 2001, depois de 73 reedições, o que oferece uma eloquente ilustração da permanência do debate sobre ‘desindexação’, ou da dificuldade em se abandonar a crença na ‘teoria da inflação inercial’ ou na ideia que a inflação é produzida pela correção monetária e não pelas incorreções da política monetária, um tema recorrente, talvez imortal, de que voltaremos a tratar no capítulo final<sup>116</sup>.

### **Aspectos institucionais**

Em complemento aos dispositivos sobre a reforma monetária, a MP 542/94 procurou inovar no terreno das instituições monetárias, de forma a dar permanência e durabilidade à disciplina monetária que ali se restabelecia e melhorar o quadro no âmbito do qual o BCB executava suas funções. Uma parte essencial desta tarefa tinha que ver com o reordenamento dos bancos oficiais, com vistas a estabelecer, por completo, o controle do BCB sobre o processo de criação de moeda na economia brasileira, assunto de que trataremos ainda que apenas em grandes linhas na seção 8.6. Em se tratando de dispositivos referentes ao sistema financeiro de forma mais geral a maior dificuldade nas ambições dos formuladores do Plano

---

<sup>116</sup> Para os crentes na “teoria da inflação inercial”, entretanto, a desindexação era o grande remédio para a inflação e o congelamento de preços acompanhado da proibição de indexar preços e contratos funcionava como seu mito fundador. A ideia que a inflação deixa de existir se não houver correção monetária é tão tola quanto a de que um congelamento pode ser eficaz como estratégia anti-inflacionária.

Real residia no fato de a Constituição de 1988 ter ‘repcionado’ a Lei 4.595/64 como lei complementar, no que dispunha sobre os temas englobados pelo Artigo 192, de que tratamos longamente no Capítulo 6. O leitor há de lembrar que o Artigo 192, em sua redação inicial, previa a sua regulamentação *através de uma única lei*, sendo este um tema vital para o debate sobre a entrada em vigor da limitação dos juros reais em 12%. Pois bem, como esta regulamentação não ocorreu, a Lei 4.595/64 permaneceu em pleno vigor e sem poder sofrer alterações parciais, nos temas do Artigo 192. Em 1994, a mesma restrição ainda permanecia e agora prejudicava as intenções da equipe responsável pelo Plano Real de promover alterações mais fundamentais no desenho das instituições monetárias do país. O Plano Real oferecia uma oportunidade maravilhosa, e só se pode especular sobre o que teria se passado se uma rediscussão da Lei 4.595/64 pudesse ser conduzida naquela atmosfera de encantamento com relação à recém conquistada vitória contra a hiperinflação. Infelizmente, contudo, não era possível alterar nada que coubesse na definição de “a organização, o funcionamento e as atribuições do BCB” ou que alterasse “requisitos para a designação de membros da diretoria do BCB e demais instituições financeiras, bem como seus impedimentos após o exercício do cargo”<sup>117</sup>. Eram barreiras intransponíveis para qualquer pretensão de se ajustar a instituições monetárias brasileiras de modo a tornar o BCB mais independente e mais diretamente focado na defesa do poder de compra da moeda nacional. Havia muito o que depurar na prolixa definição de atribuições e objetivos do CMN e do BCB, ambas fortemente contaminadas pela efervescência dos debates de meados dos anos 1960 e por ideias que haviam ficado para trás. Era preciso trabalhar, portanto, no amplo terreno da discricionariedade, e sob a égide de um texto legal antiquado e talvez mesmo inapropriado.

Entretanto, em um tópico absolutamente essencial havia uma brecha que ia no coração do processo de governança da moeda, conforme analisado no Capítulo 6: a composição do CMN. O assunto escapava aos impedimentos a alterações na Lei 4.595/64, pois, de fato, não pertencia estritamente às definições do Artigo 192, e em três ocasiões no passado, já na vigência da Constituição de 1988, a composição do CMN havia sido modificada por lei ordinária<sup>118</sup>. Foi graças a este entendimento que o Artigo 8 da MP 542/94 determinou a ‘recaptura’ do CMN mudando a sua composição e criou a Comoc (Comissão Técnica da Moeda e do Crédito), conforme abaixo (grifos meus):

---

<sup>117</sup> Art. 192, incisos IV e V, de acordo com a redação anterior à Emenda Constitucional 40/2003.

<sup>118</sup> Através do Decreto Lei 99.207/90 e em seguida pelas leis 8.056/90 e 8.646/93, conforme pode ser visto na Tabela 6.1 no Capítulo 6.

Art. 8. O CMN, criado pela Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, passa a ser integrado pelos seguintes membros:

- I - Ministro de Estado da Fazenda, na qualidade de Presidente;
- II - Ministro de Estado do Planejamento e Orçamento<sup>119</sup>;
- III - Presidente do BCB.

§ 1. O Conselho deliberará mediante resoluções, por maioria de votos, cabendo ao Presidente a prerrogativa de deliberar, nos casos de urgência e relevante interesse, *ad referendum* dos demais membros. (...)

§ 7. A partir de 30 de junho de 1994, ficam extintos os mandatos de membros do CMN nomeados até aquela data.

Art. 9. É criada junto ao CMN a Comissão Técnica da Moeda e do Crédito, composta dos seguintes membros:

- I - Presidente e quatro Diretores do BCB;
- II - Presidente da Comissão de Valores Mobiliários;
- III - Secretário-Executivo do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão;
- IV - Secretário-Executivo e Secretários do Tesouro Nacional e de Política Econômica do Ministério da Fazenda.

§ 1. A Comissão será coordenada pelo Presidente do BCB.

§ 2. O regimento interno da Comissão Técnica da Moeda e do Crédito será aprovado por decreto do Presidente da República.

Art. 10. Compete à Comissão Técnica da Moeda e do Crédito:

- I - propor a regulamentação das matérias tratadas na presente Lei, de competência do CMN;
- II - manifestar-se, na forma prevista em seu regimento interno, previamente, sobre as matérias de competência do CMN, especialmente aquelas constantes da Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964;
- III - outras atribuições que lhe forem cometidas pelo CMN.

A redução do número de membros do CMN ao mínimo – ministros da Fazenda e Planejamento e presidente do BCB – era uma providência deliberada no sentido de deslocar para o BCB o eixo decisório dos assuntos pertinentes ao CMN, descaracterizando-o como “câmara setorial da moeda e do crédito” como vinha sendo desde a época em que nele reinava o ministro Delfim Neto. Faria sentido até mesmo extinguir o CMN, com o BCB absorvendo suas funções, como havia sugerido o próprio Dênio Nogueira, se isso pudesse ser feito. Mas como não era, a primeira opção foi um CMN com apenas dois membros, os titulares da Fazenda e BCB, alternativa que foi contestada pela assessoria jurídica do Presidente da República<sup>120</sup>, e em lugar da qual a nova MP estabeleceu um CMN de três membros, incluindo o ministro do Planejamento.

<sup>119</sup> Posteriormente, pela Medida Provisória nº 2.216-37, de 2001, a designação passou a ser: Ministro de Estado do Planejamento, Orçamento e Gestão.

<sup>120</sup> Segundo a aguda observação de Dênio Nogueira, “a principal função do CMN é, de fato, a coordenação entre a política monetária e a fiscal. Mas isso pode ser feito facilmente entre o presidente do BCB e o ministro da Fazenda de igual para igual, sem que um fique acima do outro. E não se precisa de mais ninguém, todos os outros estão sobrando no Conselho Monetário”. Cf. Nogueira, 1993, p. 125.

O CMN “minimalista” representava uma mudança de larguíssimo alcance na governança da moeda e dos assuntos fiscais e para-fiscais que transitavam pelo CMN, face à presença de ministros setoriais como membros do conselho, e destacadamente os referentes ao funcionamento dos bancos oficiais. A existência de conflito de interesse, ou a inadequação da presença de instituições reguladas dentro do conselho regulador, deveria ser óbvia e razão suficiente para o rompimento com a “tradição”: o Banco do Brasil era membro do CMN desde a constituição do conselho da SUMOC em 1945, um longo caminho até 1994. As medidas de saneamento dos bancos oficiais, estaduais e federais, dificilmente teriam tido lugar com tanta fluidez numa situação onde o CMN não tivesse absoluto controle sobre a formulação e aprovação das regras respectivas e/ou a área econômica não pudesse indicar ao Presidente da República os dirigentes dessas instituições.

A criação da Comoc bem complementava o desenho<sup>121</sup> pois parecia formalizar uma espécie de ‘reunião prévia’ do CMN mas que, na verdade, terminava por substituir o próprio CMN. A Comoc tinha 10 membros, cinco dos quais dirigentes do BCB; os outros eram três secretários do ministério da fazenda, um do ministério do Planejamento e o presidente da CVM. Eram os principais técnicos de segundo escalão da área econômica reunidos sob a coordenação do presidente do BCB. Com o tempo, a Comoc não apenas se tornou o principal foro de discussão, formulação e coordenação das políticas de responsabilidade do CMN, como também se mostrou muito mais ágil e técnico que o CMN. As reuniões do CMN deixaram de ser longas, tediosas e cerimoniais, progressivamente se tornando mera ratificação de temas já amplamente discutidos na Comoc. Em tempos recentes, diz-se que as reuniões do CMN deixaram de ser presenciais, o que significa que, na prática, a Comoc assumiu verdadeiramente o papel de órgão de coordenação de ações na área econômica de forma bem menos politizada e solene como era a tradição das reuniões do CMN. Na prática, foi como se o CMN tivesse sido extinto, ou se tornado um órgão decorativo, talvez restrito a um recurso de última instância, ou na forma de homologação às decisões da Comoc. Com esse desenho, ficava consideravelmente elevado o poder discricionário para as autoridades econômicas, sobretudo BCB e Fazenda, e para níveis jamais desfrutados no regime democrático. Diante da tibieza institucional dos arranjos existentes não havia outra

---

<sup>121</sup> Junto a essas mudanças, uma vez mais tentou-se estabelecer comissões consultivas temáticas, que já haviam sido experimentadas sem sucesso no passado, e novamente a ideia não teve ressonância. O Artigo 11 da Lei 9.069/95 criava sete Comissões Consultivas que funcionariam junto ao CMN: Normas e Organização do Sistema Financeiro, Mercado de Valores Mobiliários e de Futuros; Crédito Rural; Crédito Industrial; Crédito Habitacional, e para Saneamento e Infraestrutura Urbana; Endividamento Público; e Política Monetária e Cambial. Essas novas comissões consultivas jamais foram chamadas a se reunir.

alternativa, e ficava evidente a necessidade de reforçar as instituições, a fim de aproximar o Brasil dos paradigmas internacionais.

As possibilidades de aperfeiçoamento institucional, conforme acima explicado, eram sabidamente limitadas em vista da virtual impossibilidade de alteração da Lei 4.595/64 naquele momento, mas algumas outras inovações foram tentadas pela MP 542/94 com bem menos sucesso e importância ainda que tivessem servido como experiências que permitiram outras inovações de melhor qualidade logo adiante. Entre as novidades estavam o “lastreamento” da nova moeda nas reservas internacionais (Art. 3), os limites quantitativos às suas emissões (Art. 4) e a confecção e submissão ao Congresso Nacional de uma programação monetária (Art. 6 e 7).

A ideia de “lastreamento” da nova moeda, ou que as emissões do real tivessem um vínculo com reservas internacionais, tencionava trazer uma coloração mais viva à ideia de “âncora cambial”, de que tanto se falava e especulava antes da MP 542/94, em conjunto com as dúvidas sobre a política cambial, e apelava à ideia de dolarização à moda argentina sem, todavia, envolver os riscos existentes na efetiva conversibilidade a taxas fixas (grifos meus):

Art. 3. O BCB emitirá o REAL mediante a prévia vinculação de reservas internacionais em valor equivalente, observado o disposto no art. 4 desta Lei.

§ 1. As reservas internacionais passíveis de utilização para composição do lastro para emissão do REAL são os ativos de liquidez internacional denominados ou conversíveis em dólares dos Estados Unidos da América.

§ 2. A paridade a ser obedecida, para fins da equivalência a que se refere o caput deste artigo, será de um dólar dos Estados Unidos da América para cada REAL emitido.

§ 3. Os rendimentos resultantes das aplicações das reservas vinculadas não se incorporarão a estas, sendo incorporadas às reservas não vinculadas administradas pelo BCB.

§ 4. O CMN, segundo critérios aprovados pelo Presidente da República:

I - regulamentará o lastreamento do REAL;

II - definirá a forma como o BCB administrará as reservas internacionais vinculadas;

III - poderá modificar a paridade a que se refere o § 2 deste artigo.

§ 5. O Ministro da Fazenda submeterá ao Presidente da República os critérios de que trata o parágrafo anterior.

Apesar do imenso interesse na política cambial e nos temas em torno da ideia de dolarização, esses dispositivos sobre o ‘lastro’ em reservas internacionais para o real acabaram não despertando maior atenção, talvez por que a base monetária estivesse em cerca de R\$ 6,5 bilhões, o que equivalia a cerca de 15% das reservas em julho de 1994. A vinculação de reservas não parecia restritiva neste momento e também em dezembro de 1994 quando a base havia praticamente triplicado, em razão da chamada ‘remonetização’, e a vinculação das reservas chegou a atingir 44,5%. O assunto foi regulado pela Resolução CMN 2.082/94 que estabeleceu que “a vinculação de reservas internacionais implicará lançamento contábil em

conta denominada Lastro Monetário, concomitantemente a registro na conta Emissão Monetária Autorizada” (Art. 3) e que a taxa de câmbio relevante para a vinculação será a unitária, como na Lei 9.060/94. A Resolução 2.082/94 foi modificada posteriormente através do Voto CMN 11-A/99, de 28 de janeiro de 1999, quando real passou ao regime de flutuação, de forma a estabelecer que a taxa de câmbio para a vinculação de reservas e definição do lastro monetário deveria ser a taxa de mercado.

Em sua formulação original em 1994, o ‘lastreamento’ da nova moeda à taxa de paridade teve um significado nada mais que simbólico tendo em vista que, praticamente de forma simultânea à publicação da MP, para a surpresa de muitos, o BCB simplesmente se ausentou do mercado e deixou o real flutuar. Mais surpresa ainda, e muito impactante para alguns, foi o fato de a nova moeda apreciar-se com relação ao dólar, o que não devia ser tão chocante face ao nível alto de reservas, aos fortes influxos de entradas de capital, à política monetária e à credibilidade do programa. Portanto, bem mais importante que o ‘lastreamento’, como elemento a afetar as expectativas, foi o fato de o real passar a valer “mais que o dólar” e em razão do livre jogo das forças de mercado, portanto, sem nenhum artificialismo ou controle. Ficava, assim, caracterizada uma estratégia de ‘âncora cambial’ bastante mais poderosa e engenhosa do que simplesmente fixar o câmbio num contexto de ‘caixa de conversão’ (*currency board*) no estilo argentino. Os adversários do Plano Real que esperavam alguma forma de fixação da taxa de câmbio para, então, atacar o plano com base na sua suposta semelhança com a experiência argentina, ficaram sem ação, pois a apreciação do real era um fato do mercado que refletia o conjunto das percepções sobre as chances do programa de estabilização e, ademais, era plenamente reversível. Muitas polêmicas ainda surgiriam em torno da política cambial que começou nesse momento, e que não serão revisitadas neste trabalho cujo foco reside nas instituições monetárias<sup>122</sup>. O fato é que, uma vez revelada a nova política cambial, o ‘lastreamento’ do real simplesmente perdeu sentido e caiu no esquecimento.

Uma segunda inovação trazida pela MP 542/94 que acabou tendo menos importância do que se previa foi a de estabelecer limites quantitativos para as novas emissões do real, seguindo a boa técnica monetarista ainda amplamente adotada mundo afora, conforme abaixo definidos (grifos meus):

Art. 4. Observado o disposto nos artigos anteriores, o BCB deverá obedecer, no tocante às emissões de REAL, o seguinte:

---

<sup>122</sup> O leitor interessado nessa polêmica pode consultar o capítulo 12 de Franco, 1999 ou, em nível menos técnico, a Franco, 2010, capítulo 7, onde há relatos muito detalhados sobre as polêmicas em torno do câmbio no início do Plano Real e nos anos que se seguiram

I - limite de crescimento para o trimestre outubro-dezembro/94 de 13,33% (treze vírgula trinta e três por cento), para as emissões de REAL sobre o saldo de 30 de setembro de 1994;

II - limite de crescimento percentual nulo no quarto trimestre de 1994, para as emissões de REAL no conceito ampliado;

III - nos trimestres seguintes, obedecido o objetivo de assegurar a estabilidade da moeda, a programação monetária de que trata o art. 6 desta Lei estimará os percentuais de alteração das emissões de REAL em ambos os conceitos mencionados acima.

§ 1. Para os propósitos do contido no *caput* deste artigo, o CMN, tendo presente o objetivo de assegurar a estabilidade da moeda, definirá os componentes do conceito ampliado de emissão, nele incluídas as emissões lastreadas de que trata o art. 3 desta Lei.

§ 2. O CMN, para atender a situações extraordinárias, poderá autorizar o BCB a exceder em até 20% (vinte por cento) os valores resultantes dos percentuais previstos no *caput* deste artigo.

§ 3. O CMN, por intermédio do Ministro de Estado da Fazenda, submeterá ao Presidente da República os critérios referentes a alteração de que trata o § 2 deste artigo.

§ 4. O CMN, de acordo com diretrizes do Presidente da República, regulamentará o disposto neste artigo, inclusive no que diz respeito à apuração dos valores das emissões autorizadas e em circulação e à definição de emissões no conceito ampliado.

A mesma Resolução CMN 2.082/94 que tratou de 'lastreamento' definiu os conceitos de base monetária e fixou os montantes para o seu crescimento para setembro e dezembro de 1994 e também para março de 1995. Depois de dezembro de 1994, na verdade, não havia mais uma limitação em lei, mas uma programação monetária de características indicativas, de que trataremos a seguir. Certamente os mercados entendiam as incertezas envolvidas no compromisso em obedecer um teto de crescimento para a base monetária em dezembro de 1994, uma declaração de boa-fé bastante menos importante, aos olhos dos técnicos, do que a definição da taxa de juros básica a ser praticada pelo BCB. A ideia de limites de emissão apelava à sabedoria estabelecida no terreno da política monetária, eis que o controle dos agregados monetários era o coração da revolução monetarista e seu uso ainda era bastante disseminado por todo o mundo. Porém, sabidamente, o momento era singular, face ao processo de 'remonetização' e às dúvidas sobre a expansão da demanda por moeda diante da estabilização, embora os limites valessem apenas para o quarto trimestre relativamente ao saldo para o fim do mês de setembro. Adicionalmente, e de forma mais genérica, o controle dos agregados monetários vinha perdendo adeptos em muitos países, em razão da incapacidade deste sistema acomodar o que se enxergava como alterações erráticas na demanda pelos diversos agregados monetários por conta de inovação financeira. Era um momento de transição no tocante às boas práticas no terreno da política monetária e mesmo de dúvidas sobre o próprio conceito de moeda face às realidades tecnológicas do momento e que se desenhavam para os anos a seguir.

Porém, o regime de 'metas para a inflação' ainda estava longe de alcançar a proeminência que posteriormente viria a atingir. A Nova Zelândia tinha sido a pioneira em

1990, e alguns poucos países vinham experimentando o novo sistema, como Canadá (1991), Inglaterra (1992), Suécia (1993) e Finlândia (1993). Nos dois primeiros casos havia uma decepção expressa com as políticas monetárias baseadas em controle de agregados, e nos outros o novo sistema resultou da busca de uma nova ‘âncora nominal’ após os países deixarem um regime de câmbio fixo. Em 1994, o sistema, visto à distância, ainda parecia muito tentativo e experimental. Para o contexto especificamente brasileiro, entretanto, era fácil ver que o estabelecimento de metas para a inflação naquele momento seria visto como uma espécie de ‘prefixação’ e não encaixaria nada bem na construção conceitual da reforma monetária de 1994. Na verdade, a “prefixação de preços”, tal como a implementada por Delfim Netto em 1979, tinha sido o precursor dos planos heterodoxos baseados em congelamentos de preços, com os quais não se queria sequer aparentar qualquer semelhança. Ademais, o estabelecimento de metas para a inflação mexeria muito sensivelmente com as expectativas, com a ideia de ‘desindexação’ e com o próprio desenrolar do programa. Caso as autoridades fixassem uma meta ambiciosa, como por exemplo, a de chegar a uma inflação pelo IPCA da ordem de 1,6% ao ano para o ano de 1998, *como efetivamente se observou*, teriam enfrentado um oceano de incredulidade, de forma absolutamente desnecessária. Caso fossem condescendentes, ou “realistas”, e estabelecessem números maiores especialmente para os primeiros anos do programa, teriam criado um piso para a prática da indexação. Ambas as alternativas pareciam pavorosas<sup>123</sup>. Era importante manter abertas as opções face às incertezas no caminho do programa de estabilização, e por conta disso a escolha dos movimentos de abertura do programa de estabilização acabou sendo bastante eclética, pois, manteve a liberdade para a fixação da taxa de juros, tal qual houvesse uma meta de inflação embora jamais declarada, o que resultou mais fácil num contexto de câmbio flutuante, que ‘funcionou’ como ‘âncora cambial’ ainda melhor que o fixo, face à apreciação cambial nominal.

Uma terceira inovação introduzida pela MP 542/94 foi a ideia de uma programação monetária que estabelecesse “faixas de variação dos principais agregados monetários compatíveis com o objetivo de assegurar a estabilidade da moeda” (Art. 1, I) e que envolvesse

---

<sup>123</sup> Sempre poderá ser dito que problemas semelhantes ocorriam com a fixação de metas monetárias, embora, neste caso, eram metas menos visíveis ou compreensíveis para o cidadão comum, e que se prestavam muito mais a servir como uma declaração de boas intenções relativamente vaga. Uma influente avaliação da época, na verdade, um pouco posterior a 1994, era a de Alex Cukierman, 1995, que era cético quanto ao sistema face aos riscos de fixar metas excessivamente ambiciosas, ou fáceis demais, em ambos os casos falhando em se obter os efeitos positivos sobre expectativas.

um processo de discussão e aprovação pelo Congresso Nacional, conforme se segue (grifos meus):

Art. 6. O Presidente do BCB submeterá ao CMN, no início de cada trimestre, programação monetária para o trimestre, da qual constarão, no mínimo:

I - estimativas das faixas de variação dos principais agregados monetários compatíveis com o objetivo de assegurar a estabilidade da moeda; e

II - análise da evolução da economia nacional prevista para o trimestre, e justificativa da programação monetária.

§ 1. Após aprovação do CMN, a programação monetária será encaminhada à Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal.

§ 2. O Congresso Nacional poderá, com base em parecer da Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal, rejeitar a programação monetária a que se refere o caput deste artigo, mediante decreto legislativo, no prazo de dez dias a contar do seu recebimento.

§ 3. O Decreto Legislativo referido no parágrafo anterior limitar-se-á à aprovação ou rejeição “*in totum*” da programação monetária, vedada a introdução de qualquer alteração.

§ 4. Decorrido o prazo a que se refere o § 2 deste artigo, sem apreciação da matéria pelo Plenário do Congresso Nacional, a programação monetária será considerada aprovada.

§ 5. Rejeitada a programação monetária, nova programação deverá ser encaminhada, nos termos deste artigo, no prazo de dez dias, a contar da data de rejeição.

§ 6. Caso o Congresso Nacional não aprove a programação monetária até o final do primeiro mês do trimestre a que se destina, fica o BCB autorizado a executá-la até sua aprovação.

O rito de aprovação de uma programação monetária trimestral previa, a cada vez, a apreciação pela Comissão de Assuntos Econômicos do Senado, o que poderia ocorrer com alguma velocidade, mas como o decreto legislativo precisava ser examinado também na Câmara dos Deputados, havia três comissões a percorrer antes de o projeto de decreto legislativo ficar pronto para o plenário. Invariavelmente as programações eram apreciadas na Câmara muito tempo depois de terminado o período a que diziam respeito, às vezes vários anos depois. No Senado recebiam elogios pela corresponsabilidade do Congresso no processo de emissão de moeda, mas na Câmara o vitupério era geral diante do contrassenso em se meramente homologar programações já executadas, e várias delas de uma vez. Os ilustres deputados se irritavam, com razão, o que era bem visível na documentação que acompanhava o trâmite das programações pela Câmara, e mais ainda tendo em vista a forma vaga como a Lei 9.069/95 definia os procedimentos em caso de rejeição. Esta rotina simplesmente não foi bem-sucedida em definir um processo vivo de discussão dos rumos da política monetária pelo Congresso Nacional. A experiência ensinou que o diálogo entre o Legislativo e o BCB talvez não devesse mesmo ocorrer trimestralmente em torno da evolução dos agregados monetários, mas com outra periodicidade e foco. A Lei de Responsabilidade Fiscal, (Lei Complementar 101/00) acabou suprimindo esta lacuna ao instituir, semestralmente, reuniões conjuntas no Congresso Nacional onde o BCB

apresentava uma prestação de contas com viés para as implicações fiscais da política monetária, como se segue (grifos meus):

Art. 9 (...) § 5. No prazo de noventa dias após o encerramento de cada semestre, o BCB apresentará, em reunião conjunta das comissões temáticas pertinentes do Congresso Nacional, avaliação do cumprimento dos objetivos e metas das políticas monetária, creditícia e cambial, evidenciando o impacto e o custo fiscal de suas operações e os resultados demonstrados nos balanços.

Outros projetos que previam alterações na Lei 9.069/95 e novas rotinas de prestação de contas do BCB ao Legislativo tramitaram durante os anos que se seguiram, mas apenas em 2007 um desses projetos foi aprovado, sob a forma de uma resolução do Senado (32/07), prevendo quatro reuniões anuais com o presidente do BCB na Comissão de Assuntos Econômicos, nos meses que se seguissem à divulgação dos relatórios trimestrais sobre o andamento da política de metas de inflação (Relatório de Inflação), atentando para o recesso parlamentar de janeiro. Esta é a rotina que se estabeleceu a partir de 2013.

É curioso que, de todas essas inovações, apenas a alteração na composição do CMN, uma medida de aparência inofensiva, viesse a ter importância tão crucial para o desenrolar do Plano Real e que as outras alterações institucionais logo acima discutidas tivessem importância praticamente nula. Como não se podia mexer na Lei 4.595/64, na prática, o programa dependia de medidas discricionárias conduzidas por uma equipe de sólida formação e reputação ortodoxa. Ao concentrar poderes na equipe, via a redução do número de membros do CMN, bem como pela escolha dos dirigentes dos bancos federais, enviava-se uma clara mensagem ao público sobre a orientação das políticas monetária e fiscal a seguir. De forma semelhante, em meados de 1996, uma ideia surgida no âmbito do BCB, e da qual resultou uma mera circular, portanto, uma decisão de sua diretoria, viesse a revolucionar a prática da política monetária nos anos posteriores: a criação do Copom (Comitê de Política Monetária) por meio da Circular 2.698/96, de 20 de junho.

Até aquele momento a taxa de juros era 'fixada' indiretamente na mesa de operações de mercado aberto através das intervenções no mercado monetário determinadas pelo diretor da área. A mesa do BCB precisava atuar para mostrar o que pretendia da política monetária. Com a criação do Copom, integrado pelos diretores do BCB, o país adotou a prática de inúmeros outros países, onde se definiam as diretrizes de política monetária e as taxas de juros de forma colegiada, elevando o foro e a visibilidade da decisão. Logo em seguida os debates, atas e decisões do Copom passaram a comandar muito mais interesse do que os eventos no âmbito do CMN e da Comoc, com isso levando o BCB a um patamar jamais alcançado de transparência. Não por outro motivo, a instituição se fortaleceu enormemente

com isso, e nunca mais se falou em “caixa preta”, uma expressão amiúde utilizada pelo próprio ex-presidente Itamar Franco<sup>124</sup>.

Entretanto, nos primeiros tempos, a construção era tentativa e até mesmo improvisada, face às restrições em torno do status de lei complementar da Lei 4.595/64 e de algumas particularidades brasileiras. Seria uma discussão difícil, talvez demorada e improdutiva, se o Copom deveria ser criado por lei ordinária, pois não seria implausível dizer que o tema era parte do antigo Artigo 192, sem mencionar que o recurso à medida provisória ensejaria o argumento de que faltaria o requisito constitucional da urgência, e o encaminhamento de projeto de lei seria demorado e polêmico, como costumam ser os trâmites de assuntos da espécie, e sem garantias sobre o desfecho. Nessas circunstâncias, foi mais fácil e mais prudente criar o Copom no interior do BCB, através de uma circular, confundindo-se com a sua diretoria, e funcionando como uma sessão especial, temática e periódica, da mesma diretoria colegiada do BCB. Não era uma sessão aberta e transmitida pela TV como propôs na ocasião o Senador Eduardo Suplicy, mas havia atas, placares, comunicados e relatórios que foram imensamente bem recebidos e certamente modificaram as percepções mais amplas sobre o BCB, que vai deixando de ser considerada uma “caixa-preta”, como rezava o comentário desfavorável mais comum<sup>125</sup>. Era apenas o próprio BCB se organizando dentro dos limites de seu mandato para melhor executá-lo, dando transparência e cercando de rituais essas novas reuniões destinadas a estabelecer e comunicar “diretrizes de política monetária”.

Logo em seguida, diante da surpresa com a inovação, apareceram objeções sobre a composição do comitê, que incluía todos os membros da diretoria colegiada do BCB, incluindo o diretor de administração bem como os responsáveis por funções regulatórias. Arguia-se que, nesta composição inicial, o Copom tinha poucos especialistas em questões macroeconômicas<sup>126</sup>, e que poderia haver benefício em incluir técnicos de outras áreas do governo, e que, possivelmente, faria mais sentido que a composição do Copom fosse semelhante à da Comoc, ou que os dois comitês se misturassem. Era, no fundo, uma discussão sobre independência do BCB, e certamente seria um retrocesso se o Copom

---

<sup>124</sup> Gustavo Patú “Itamar cunhou a *caixa preta*”, *Folha de São Paulo* 17/03/96.

<sup>125</sup> É desta mesma ocasião a decisão do BCB de contratar um jornalista sênior para atuar como assessor de imprensa e porta-voz da instituição com acesso obrigatório a todas as reuniões de diretoria, inclusive a do Copom. A jornalista Silvia Faria, a primeira a desempenhar esta função, relata que depois de sua primeira reunião de diretoria, e do Copom, enfrentava a imensa curiosidade de seus colegas na sala de imprensa sobre o que se discutia nos encontros e a absoluta incredulidade quanto à aridez dos temas tratados.

<sup>126</sup> Uma crítica menos comum, mas levada muito a sério internamente, era a de que o Depec, Departamento Econômico do BCB estava mais voltado a fazer estatísticas que para a pesquisa e reflexão macroeconômica. Mas nesse aspecto o progresso foi espetacular no âmbito da Diretoria de Política Econômica, sobretudo depois da adoção do regime de metas de inflação.

servisse para introduzir membros externos ao BCB em decisões que deveriam pertencer exclusivamente à sua esfera de atuação. O Copom seguiu com a sua composição original, idêntica à diretoria do BCB, a qual, mais adiante, foi ampliada para acomodar mais diretores com funções e competências associadas à macroeconomia.

Os termos de referência do Copom suscitaram algumas dúvidas, por exemplo, quanto ao mandato do Copom para definir medidas de política monetária de natureza regulatória (depósitos compulsórios e medidas posteriormente designadas como “macroprudenciais”) e mesmo sobre outras medidas de natureza macroeconômica, como as pertinentes à política cambial, no contexto de medidas simultâneas em várias frentes. Deveria o novo comitê tratar de todos esses assuntos macroeconômicos, ou apenas restringir-se à taxa de juros básica? Onde estaria a fronteira do mandato desse novo comitê se era apenas a mesma diretoria do BCB em outra vestimenta?

No momento da criação do Copom, a Circular 2.698/96 também introduziu a TBC (Taxa Básica do Banco Central), e quase em seguida a TBAN (Taxa de Assistência do Banco Central) através da Circular 2.711/96, de 21 de agosto, e da Resolução CMN 2.308/96, de 28 de agosto, que dispunham sobre “assistência financeira do BCB aos bancos múltiplos com carteira comercial, bancos comerciais e caixas econômicas”. De acordo com seu regimento caberia ao Copom fixar a TBC, uma taxa definida como um “piso” de taxas de juros no ambiente Selic (de trocas de reservas bancárias lastreadas por títulos do Tesouro), portanto, um ponto de intervenção da Autoridade Monetária (para tomar dinheiro) quando havia excesso de liquidez e a taxa Selic tendia a cair. Caberia também ao Copom fixar a TBAN era definida como um “teto” de taxas de juros, também um ponto de intervenção para o BCB, porém para emprestar dinheiro, com colateral em papéis públicos, quando a taxa Selic tendia a crescer em um contexto de pouca liquidez. O Copom trabalhou com a fixação de ambas as taxas, a TBC e a TBAN, dependendo do estado do mercado monetário, até março de 1999, quando, através da Circular 2.868/99, ambas as taxas foram extintas e o Copom passou a determinar apenas uma meta para a taxa Selic, o que tornava as coisas mais simples, ao “tabelar” a taxa básica, com isso retirando a possibilidade de flutuação da Selic conforme condições do mercado monetário. A mesma circular introduzia a inovação representada pelo “viés”, “elevação ou redução potenciais da meta para a taxa Selic” (Art. 2, § 2), ou a autorização do Copom para se alterar a taxa Selic na direção indicada sem a necessidade de chamar uma nova reunião do comitê.

Não se podia imaginar que uma inovação introduzida por uma mera circular viesse a adquirir tamanha importância na construção institucional do sistema monetário brasileiro,

um fenômeno que encontra parentesco na área cambial, conforme relatado no Capítulo 4 a propósito do processo de liberalização ocorrido a partir do final da década de 1980. Também no terreno monetário, é curioso que mudanças importantes acabem ocorrendo através de pequenos espaços infra legais, quando há impasses intransponíveis ou preconceitos estabelecidos no Parlamento. Parece sempre muito difícil empreender pequenas mudanças incrementais na legislação monetária sem engajar o Congresso em grandes debates que resultam improdutivos ou paralisantes. Esse contexto, o Copom rapidamente se tornou uma de suas faces mais visíveis do BCB, passando a executar as suas missões, porém de forma ritualizada e de janelas abertas. Seu regulamento teve sucessivas versões, incrementando os procedimentos e seus detalhes. A transparência dessas ações e motivações se mostrou instrumental, inclusive, para proteger o Copom de influências externas, ou seja, para revigorar a ideia de um comitê independente com a missão não escrita, mas claramente praticada, de defender o poder de compra da moeda. Sem o proclamar, o Copom vai consagrando a tese da independência do banco central, sem que esta polêmica expressão tenha que ser utilizada ou submetida a debates parlamentares. Era simplesmente uma boa ideia cuja hora havia chegado, e em sua sistemática aplicação, transformava-se em uma prática vitoriosa.

### **8.5. A Consolidação, o “tripé” e as metas para a inflação**

As providências associadas à reforma monetária que introduziu a URV longamente discutidas na seção 8.3, bem como a conversão da URV no real resenhada em seus múltiplos desdobramentos na seção 8.4, conforme bem observou Affonso Pastore: “não foi o final do plano de estabilização, e sim o seu começo”.<sup>127</sup> Era imenso o volume de providências nas frentes associadas à correção de fundamentos, a consolidação fiscal, a privatização, a reestruturação de dívidas estaduais e o problema com os bancos e, conforme examinado na próxima seção, ainda havia muitos anos pela frente em cada um desses temas. Quanto à inflação propriamente dita, depois de um início heroico, a nova moeda estava sozinha na ribalta, pronta para enfrentar os rugidos de um público ansioso, armada apenas com os instrumentos regulamentares e amparada pelas promessas acerca dos ‘fundamentos’. Tecnologias sofisticadas tinham sido implementadas com grande engenho nos primeiros tempos, mas cessados seus efeitos, era preciso ocupar território, ou seja, começava uma

---

<sup>127</sup> Pastore, 2015, p. 136.

guerra de trincheiras, conduzida por tropas de infantaria e com armamento convencional, de cujo resultado dependeria o sucesso de toda a construção. O teatro de operações se deslocava para as políticas de juros e de câmbio implementadas pelo BCB, agora conduzidas em novas molduras institucionais, num momento quando o trabalho no terreno fiscal não poderia ou não deveria fraquejar.

O extraordinário sucesso na reforma monetária entre fevereiro e julho de 1994 pode ter trazido a muitos a impressão equivocada que o Plano Real se resumia ao curto período de existência da URV em seu formato inicial. Nada mais ilusório. A inflação tinha sido de 43,1% *mensais* (em média para o IPCA no primeiro semestre de 1994), ou 7.260% anuais, e em junho havia atingido 46,3% para a média dos três índices que compunham a URV, o que era equivalente a incríveis 9.496% anuais. A inflação do primeiro mês do real registraria números ainda contaminados por ajustes de preços relativos, dificuldades estatísticas e acomodações de toda espécie: 6,8% para o IPCA e 4,3% para o IPC-M da FGV, neste caso um meio termo entre variações de 7,6% para o IPC-M e 2,4% para o IPA-M, como é possível ver na Tabela 8.4 acima. As distorções arrefeceram logo a seguir, mas os números para os primeiros 12 meses de vida da nova moeda não deixavam dúvida sobre o desafio ainda a ser enfrentado: 24,1% pelo IPCA, 31,6% pelo IGP-DI, 33,0% pelo IPC- $\tau$ , 34,8% para a média dos três índices que compunham a URV, 37,2% para o IPC-Fipe e 36,7% pelo INPC<sup>128</sup>. É verdade que as leituras para o segundo semestre de vida da nova moeda já estavam inferiores a 15%, mas a queda da inflação foi lenta. Felizmente, houve perseverança e, coisa rara, continuidade. Medida pelo IPCA, que mais tarde se tornaria o índice oficial para a prática do regime de metas, a inflação caiu abaixo de 20% apenas em abril de 1996, 22º mês, logo antes da criação do Copom, e abaixo de 10% apenas em dezembro, 30º mês da nova moeda. No ano calendário de 1997, o IPCA cresceu 5,2%, e em 1998 a inflação pelo IPCA foi a menor desde 1933, talvez em todo o século XX: 1,6%<sup>129</sup>.

Talvez não se pudesse afirmar que o Plano Real estava completo, e que a estabilização, ou a desindexação realmente, se entranhara, antes de atingir e permanecer neste nível, uma espécie de “zero técnico”, uma inflação igual à dos EUA. Era a prova material e essencial de

<sup>128</sup> Para não negar sua tradição, o ICV do DIEESE registrou 64,1% nos primeiros 12 meses do real, embora, aparentemente, por ter publicado uma versão “suja”, na linguagem da Tabela 8.4, do índice para julho, mostrando variação de 27,2% quando nenhum outro índice ultrapassou 8%. Para os 12 meses seguintes, não havendo mais resíduos estatísticos para poluir a conta, o ICV-Dieese registrou variação acumulada de 31,0%, perfeitamente em linha com os outros.

<sup>129</sup> Nenhum dos índices mais antigos, o IPC-Fipe, que está disponível desde 1939, e o IGP-DI, que começa em 1944, registram variações anuais menores que 1,6%. Na Tabela 1.2 no Capítulo 2 é possível ver que há episódios de deflação em bases continuadas no começo do século XX e em diversos períodos do século XIX.

que podíamos ter uma inflação e uma moeda de primeiro mundo, um empreendimento que consumiu todo o primeiro mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso e cujos resultados foram paradigmáticos. Era uma alteração nada menos que espetacular no imaginário de um país que jamais havia experimentado a moeda estável, exceto pela fugaz experiência do Cruzado, sabidamente um simulacro, uma espécie de paraíso artificial. A descoberta ensejada pelo real teria resultados profundos e duradouros: o desaparecimento da inflação alta colocava o Brasil em um patamar mais elevado de aspirações econômicas, autoestima e mesmo de civilização.

É interessante reparar que essa notável conquista foi realizada mesmo com números muito ruins para as contas públicas, a julgar unicamente pelo resultado primário para o período 1995-98: *menos* 0,2% do PIB em média. O número para 1994 foi excelente, um superávit de 5,2% do PIB, ainda muito ajudado pela inflação elevada no primeiro semestre do ano, mas, em 1995 as despesas de pessoal explodiram. O presidente Itamar Franco não esquecera seus desejos contrariados na reunião de 27 de fevereiro de 1994. O aumento real nos salários do funcionalismo foi próximo a 30% e o salário mínimo foi fixado em R\$ 100,00 representando um reajuste de 42,9%, contra uma inflação acumulada de 16,5%, extensivo a todas as aposentadorias e pensões<sup>130</sup>. Os impactos sobre o superávit primário foram muito fortes, mas esta deterioração, que se manteve nos anos que se seguiram, não parecia incomodar muito, seja porque as outras “âncoras” do programa, cambial e monetária, operavam em pleno vigor, ainda que bastante sobrecarregadas, ou por conta de grandes processos ordenadores como as das reestruturações de dívidas de estados e seus bancos, reconhecimento de “esqueletos” e privatizações, assunto da próxima seção. Em 1997, todavia, quando sobreveio a crise da Ásia no segundo semestre, as ansiedades quanto à situação fiscal se ampliaram de forma crítica e a principal resposta para a crise, e que resultou certa, foi o anúncio de um grande pacote de medidas saneadoras que ficou conhecido como o “Pacote 51”, designação dada a partir do número de providências que trazia. Era para ser a consolidação da política fiscal que, a bem dizer, até aquele momento não estava cumprindo o seu papel para o programa de estabilização. Infelizmente, contudo, essas iniciativas fracassaram em produzir efeitos relevantes no superávit primário, que permaneceu em níveis pífios, eis que a “vontade política”, ainda fixada na ideia de ampliar o gasto público, pareceu consumir todos os progressos conseguidos com o novo pacote. Dessa maneira, seis meses depois, com números fiscais piores e diante de um outro choque externo ainda mais

---

<sup>130</sup> Portugal, 2016, p. 378.

sério, a crise da Rússia e do LTCM, e sem condições de propor mais um pacote fiscal como o anterior, o país optou por iniciar um acordo com o FMI, e muito mais pelo ganho de credibilidade na efetiva execução de medidas fiscais, ou pelo imperativo que criava dentro de um governo dividido nesse assunto, que por necessidades de balanço de pagamentos e de mudanças na política cambial que, inclusive, vale lembrar, o acordo não contemplava. É verdade que a mudança na conjuntura externa em meados de 1998 limitava as possibilidades de a política de câmbio e juros continuarem a sustentar a estabilização na ausência da preciosa e fundamental contribuição da política fiscal. O acordo com o FMI melhorava o *trade-off* entre câmbio/juros e a política fiscal, e também as pressões sobre a área econômica, sempre tomada como teimosa e intransigente inclusive por outros membros do governo, destacadamente na velha guarda do PSDB. O acordo com o FMI teve início nos últimos meses de 1998 e durou até meados de 2005 atravessando três governos, e foi absolutamente essencial para que, a despeito de mudanças políticas radicais, o país obtivesse e mantivesse um superávit primário bastante saudável, de 3,34% do PIB em média para uma década inteira entre 1998 e 2009, em absoluto contraste com o período 1995-98, e assim substituísse, em boa medida, as âncoras cambial e monetária, pela fiscal, no contexto do chamado “tripé”.

As dificuldades e hesitações em se conseguir um número decente para o superávit primário a partir de 1997, quando o ambiente externo começou a ficar instável, resultaram em estressar demasiadamente as outras “âncoras” da estabilização, notadamente o regime cambial, que ficava na vitrine como uma espécie de “pecado original”, quando, na verdade, funcionava silenciosa e disciplinadamente como o bode expiatório das hesitações e meias medidas no terreno da política fiscal. As providências resenhadas na próxima seção, por mais que tivessem importantes impactos de longo prazo e sobre as expectativas, não produziram números que aliviassem o trabalho do BCB, que se sentia como quem tivesse conquistado Moscou e não recebia quaisquer suprimentos para sustentar a cidade. A responsabilidade fiscal enfrentava as dificuldades e resistências habituais, sempre provocando a procrastinação como compromisso. Porém, o susto proporcionado pela crise da Rússia, e sobretudo da falência do LTCM e seus impactos em Wall Street, ocorrendo em um momento crítico da campanha pela reeleição, acabaram produzindo a decisão corajosa de iniciar um programa com o FMI com o objetivo de atender à inevitável e mais que razoável determinação, na verdade um imperativo, de produzir um superávit primário significativo que o país não conseguiu produzir sozinho.

Por maiores que fossem as polêmicas sobre a política cambial praticada até então poucos duvidavam da sua absoluta essencialidade para ter trazido o Plano Real até aquele

momento, pouquíssimos conseguiam pensar em alternativas e não havia certeza alguma sobre os impactos da mudança que se impôs a partir daquele momento. O fato é que os desdobramentos da crise de 1998 determinavam o fim de um longo período de abundância de entradas de capital e prenunciavam a necessidade de mudar. O acordo com o FMI, a melhora nos fundamentos fiscais, as reservas acumuladas e as pesadas intervenções do BCB, em tese, permitiriam uma transição tranquila, idealmente no decorrer de algum tempo, escapando do calor da crise e das querelas políticas do início do segundo mandato. Infelizmente, todavia, não foi o que se passou. O presidente fez sua escolha e o interesse desse estudo não está no experimento que passou à História com a designação de “banda diagonal endógena” e seus percalços<sup>131</sup>, mas no ponto de chegada, e mais especificamente na adoção do sistema de metas para a inflação, em conjunto com um regime de flutuação cambial e finalmente na presença, tão longamente desejada de um superávit primário. Este novo *mix* de políticas macroeconômicas ficaria conhecido como o “tripé”, um paradigma de consistência macroeconômica a que se atribui a consolidação da estabilização e que permaneceria em vigor por muitos anos adiante, até 2009, quando o ministro Guido Mantega introduziu a sua “Nova Matriz Macroeconômica”.

O novo “tripé” era uma versão simplificada e operacional para um trio de posturas filosóficas de maior alcance para a economia que estava na raiz das políticas que definiam o Plano Real: responsabilidade fiscal, moeda sadia e cidadania global. É claro que a ideia de “fundamentos fiscais” não se resumia apenas ao número para o superávit primário, como teremos a oportunidade de discutir em detalhe na seção seguinte. O fato é que as ações fundamentalistas estavam demorando a surtir efeitos, e em meados de 1997, três anos depois do início do Plano Real, o número para o superávit primário já deveria ter entrado no terreno positivo, o que apenas ocorreria depois do susto e do acordo com o FMI no final de 1998.

Da mesma forma, a ideia de moeda sadia transcendia o conceito simples de uma meta para a inflação, pois o papel do BCB ia bem além das decisões sobre taxas de juros, sobretudo em razão das transformações no mundo do crédito e de desafios referentes à solidez do

---

<sup>131</sup> O Diretor de Polícia Monetária, Francisco Lopes, o principal, mas não o único autor dessa nova estratégia, assumiu a presidência do BCB no dia 13 de janeiro de 1999, mas seu sistema não resistiu mais que dois pregões. No dia 15, sexta feira, o real flutuou, e se observou uma depreciação superior a 20% relativamente à cotação do dia 12 (R\$ 1,2114). No dia 28 de janeiro, ao atingir a cotação de R\$ 1,9832, a depreciação do real alcançou 64%. Pouco mais de um mês adiante, em 3 de março a cotação atinge R\$ 2,1647, correspondente a uma depreciação de 78% relativamente à cotação do dia 12. Eram variações muito maiores que as “maxis” do passado e uma surpresa gigantesca para uma administração que se orgulhava de não ter feito nenhuma até aquele momento. O evento teve as mais diversas consequências para a economia e também no plano político. Francisco Lopes não chegou a ser nomeado presidente do BCB, sendo exonerado em 2 de fevereiro e substituído por Demostenes Madureira do Pinho, que exerceu a presidência da autarquia até a posse de Arminio Fraga em 04.03.1999.

sistema bancário e a atuação de bancos públicos. Tampouco as relações do Brasil com o resto do mundo eram definidas unicamente pela política cambial que, como se sabe, não tapa buracos nas estradas nem resolve as mazelas da competitividade nacional. As políticas industrial e de comércio exterior, assim como a diplomacia econômica, interagem fortemente com a regulamentação e atuação do BCB no mercado de câmbio a fim de definir os modos de inserção do Brasil no mundo globalizado. Sempre foi enorme a demanda para que a taxa de câmbio “socializasse” as deficiências de competitividade e produtividade que não se queria resolver no âmbito das fábricas, da proteção, da regulação, da tributação ou da deficiência em infraestrutura. Sem dúvida, a ideia de flutuação, ou de *laissez faire* no mercado de câmbio, era uma senha para o afastamento do seletivismo na regulação, conforme discutido extensamente no Capítulo 4, e também para que o mercado apontasse de forma neutra onde a taxa de câmbio “correta” deveria estar.

O “tripé” introduzido em 1999 era uma versão mais resumida e operacional dessas agendas maiores e que centrava suas atenções nos desafios do momento. A novidade de ressonância institucional mais clara para os propósitos deste trabalho era o sistema de metas introduzido pelo Decreto 3.088/99, conforme abaixo (grifos meus):

**Decreto 3.088 de 21 de junho de 1999**

*Estabelece a sistemática de "metas para a inflação" como diretriz para fixação do regime de política monetária e dá outras providências*

Art. 1. Fica estabelecida, como diretriz para fixação do regime de política monetária, a sistemática de "metas para a inflação".

§ 1. As metas são representadas por variações anuais de índice de preços de ampla divulgação.

§ 2. As metas e os respectivos intervalos de tolerância serão fixados pelo CMN, mediante proposta do Ministro de Estado da Fazenda, observando-se que a fixação deverá ocorrer:

I - para os anos de 1999, 2000 e 2001, até 30 de junho de 1999; e

II - para os anos de 2002 e seguintes, até 30 de junho de cada segundo ano imediatamente anterior.

Art. 2. Ao BCB compete executar as políticas necessárias para cumprimento das metas fixadas.

Art. 3. O índice de preços a ser adotado para os fins previstos neste Decreto será escolhido pelo CMN, mediante proposta do Ministro de Estado da Fazenda.

Art. 4. Considera-se que a meta foi cumprida quando a variação acumulada da inflação - medida pelo índice de preços referido no artigo anterior, relativa ao período de janeiro a dezembro de cada ano calendário - situar-se na faixa do seu respectivo intervalo de tolerância.

Parágrafo único. Caso a meta não seja cumprida, o Presidente do BCB divulgará publicamente as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao Ministro de Estado da Fazenda, que deverá conter:

I - descrição detalhada das causas do descumprimento;

II - providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos; e

III - o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito.

Art. 5. O BCB divulgará, até o último dia de cada trimestre civil, Relatório de Inflação abordando o desempenho do regime de "metas para a inflação", os resultados das decisões passadas de política monetária e a avaliação prospectiva da inflação.

O novo regime de metas buscava estabelecer uma regra de política monetária que servisse como “âncora nominal” em substituição ao regime de bandas cambiais abandonado em janeiro. O Decreto 3.088/99 criava uma “diretriz”, conforme previsto pela alteração no Artigo 4 da Lei 4.595/64 introduzida pela Lei 6.045/74 pela qual as competências do CMN seriam exercidas “conforme diretrizes do Presidente da República”. Ao CMN caberia estabelecer os detalhes, incluída a própria meta, o índice, os intervalos de tolerância e a metodologia de aferição da obediência à meta, a ser feita com base no ano calendário, e que o anúncio da meta depois dos três primeiros anos iniciais obedeceria uma antecedência grande, pois seria fixada a “cada segundo ano imediatamente anterior” (Art. 1, II). O decreto também previa a publicação de uma “carta aberta” do Presidente do BCB ao ministro da Fazenda em caso de descumprimento da meta e uma rotina de publicação trimestral de relatórios sobre a inflação. Cabia ao BCB apenas “executar as políticas necessárias para cumprimento das metas fixadas” (Art. 2), ou seja, ficava reafirmada a estrutura hierárquica pela qual o presidente fixa diretrizes para o CMN que apenas utiliza o BCB como seu braço operacional, porém, com liberdade para executar o necessário para o cumprimento da meta.

Na ocasião esta situação foi definida como de “independência operacional”, ainda que com cautelas, sendo certo que a adoção de uma regra tão transparente e sujeito ao acompanhamento do mercado resultava em afastar influências espúrias da execução da política monetária. Em boa medida, e sem que isso ficasse explícito, o sistema de metas afastou a discussão sobre independência do BCB na exata medida em que substituía a discricionariedade por metas, como era o paradigma internacional nesse momento.

A execução do decreto dependeria de detalhes e ritos a serem definidos pelo CMN, mas implementados e praticados pelo BCB no dia a dia. Definições operacionais, inclusive e principalmente no terreno da comunicação, teriam grande importância para assegurar a correta assimilação do novo regime, que é também de metas para as expectativas de inflação<sup>132</sup>. Nesse novo regime, conforme a descrição de Michael Woodford, “o banco central constrói projeções quantitativas da evolução futura da economia baseada na maneira pela qual pretende controlar as taxas de juros de curto prazo, e a discussão pública dessas projeções é um aspecto crítico da forma pela qual o banco [central] justifica a condução de suas políticas para o público”.<sup>133</sup> A mecânica das projeções, sua sofisticação e solidez, bem como os ritos de comunicação e discussão estavam em aberto, e eram percebidos pelos dirigentes do BCB como essenciais para a fixação do novo sistema e para o reestabelecimento da confiança na estabilização e nas instituições monetárias. Era um sistema de “engajamento” dos agentes de mercado no processo decisório da política monetária, como se discute em mais detalhe na seção 9.1 adiante, e que se mostraria especialmente adequado para o momento de sua introdução no país.

No momento da introdução do novo sistema havia grande incerteza sobre os efeitos inflacionários da desvalorização cambial ocorrida a partir da flutuação do real, e quando o CMN, em 30 de junho, publicou a Resolução 2.615/99 anunciando as metas para os próximos três anos, conforme o mandamento do Art. 1 (§ 2, I), os números pareciam ambiciosos: 8% para 1996, 6% para 2000 e 4% para 2001, com intervalos de tolerância de 2% para ambos os lados. O BCB havia esperado o mais que pode e no momento do anúncio enfrentava de frente os riscos de se comprometer com uma meta quantitativa de cujo cumprimento dependia a credibilidade do novo arranjo. Afinal, o IPCA para 1999 terminou em 8,94%, um número “surpreendentemente”<sup>134</sup> bom, assinalando uma “estrela

---

<sup>132</sup> Bogdanski Tombini & Werlang, 2001, p. 11 e também Svensson, 1997.

<sup>133</sup> Woodford, 2007, p. 3.

<sup>134</sup> Bogdanski, Freitas, Goldjan & Tombini, 2001, p. 173.

particularmente auspiciosa”<sup>135</sup> para o novo sistema. A perspectiva, efetivamente não materializada de uma grande recessão, combinada com a percepção de que havia uma grande sobrevalorização cambial a ser corrigida, mas sobretudo e principalmente a “desindexação” provocada pela baixíssima inflação que já tinha sido atingida em 1998, contribuíram para que os efeitos da depreciação cambial sobre a inflação medida pelo IPCA fossem bem mais modestos do que se esperava. A meta também foi alcançada com louvor no ano 2000, quando a variação para o IPCA foi de 5,97%, mas não em 2001, quando a inflação atingiu 7,67% impulsionada pela depreciação cambial e pela crise de energia, assim provocando a necessidade da primeira “carta aberta” prevista no parágrafo único do Artigo 4 do Decreto 3.088/99 com as “razões do descumprimento” da meta.

No ano seguinte, mercê da instabilidade determinada pela transição política, novamente a taxa de câmbio experimentou aguda depreciação e pelo segundo ano consecutivo a meta não foi alcançada. A Resolução 2.744/00 havia fixado a meta para 2002 em 3,5% e o IPCA experimentou variação de 12,5%. É interessante notar que a “carta aberta”, escrita no começo de 2002, teve que ser assinada por Henrique Meirelles e dirigida a Antonio Palocci, respectivamente presidente do BCB e ministro da Fazenda nomeados pelo recém empossado presidente Luiz Inácio Lula da Silva.

A antecedência com que tinha que ser fixada a meta se apresentou como um problema na transição política eis que, ao se reunir em junho de 2002 para fixar a meta para 2004, estava em jogo a continuidade do regime em um momento quando estaria sob fortes tensões. Previamente à reunião do CMN, o presidente Fernando Henrique assinou um decreto permitindo que o CMN alterasse a meta para 2003 e assim, em 27 de junho de 2002, a Resolução 2.972/02 alterou esta meta, anteriormente fixada em 3,25% pela Resolução 2.842/01, para 4% com intervalos de tolerância de 2,5% e fixou a meta de 3,75% para 2004 também com intervalos de 2,5%. Na “carta aberta” de janeiro de 2003 acima mencionada, o novo presidente do BCB, Henrique Meirelles, propôs “metas ajustadas” de 8,5% para 2003 e 5,5% para 2004, mas este procedimento tinha valor apenas indicativo. A variação do IPCA em 2003 foi de 9,3% e com isso outra “carta aberta” teve que ser escrita, desta vez sem sugestão do BCB para a meta de 2004. Em junho de 2003, parecendo haver clareza que a meta já fixada para 2004 dificilmente seria alcançada, repete-se o procedimento de 2002, pelo qual o presidente assina um decreto (Decreto 4.761/03) autorizando o CMN a alterar a meta para 2004, o que foi empreendido pela Resolução 3.108/03 que fixou a meta para 2004 em

---

<sup>135</sup> Bevilaqua & Loyo, 2005, p. 2.

5,5% com intervalos de 2,5% e para 2005 em 4,5% também com intervalos de 2,5%. Assim, em 2004, a variação do IPCA, que foi de 7,6%, permaneceu dentro da meta, e nenhuma “carta aberta” teve que ser escrita. Não houve alteração da meta para os anos posteriores, havendo apenas redução do intervalo de tolerância para 2% para as metas dos anos posteriores. Em meados de 2006 quando o CMN se preparava para decidir sobre a meta para 2009 e cogitava uma redução para 4%, o presidente Lula deu uma entrevista se manifestando contrário à redução: “penso que não devemos fazer mais sacrifício, reduzindo a meta. Gostaria que pensássemos politicamente, que não temos mais o direito de fazer novo arrocho”. Na sequência, o presidente se reuniu com os três ministros membros do CMN e o resultado a manutenção de 4,5% quando as expectativas para 2007 e adiante estavam inferiores a 4%<sup>136</sup>. Houve certa celeuma sobre como ia funcionar a política monetária, mas não houve mais descumprimento nem “cartas abertas” por vários anos<sup>137</sup> até janeiro de 2016, quando Alexandre Tombini se dirigiu a Nelson Barbosa para explicar uma inflação de 10,7% em 2015. Em 2016, a variação do IPCA foi de 6,29%, já dentro da faixa de tolerância em torno da meta de 4,5%.

## **8.6. Sobre os “cálculos fundamentais”**

Thomas Sargent, vencedor do Prêmio Nobel em economia em 2011 por conta de seu trabalho sobre a formação de expectativas e sobre a causalidade em relações macroeconômicas<sup>138</sup>, e também autor de um famoso e controverso trabalho de 1982 sobre as estabilizações de quatro hiperinflações de que tratamos brevemente acima, opinou sobre os andamentos macroeconômicos do Brasil em ao menos três ocasiões onde escreveu “cartas abertas” ao ministro da Fazenda do Brasil. As três cartas tratavam da “perversa aritmética monetarista”, terminologia concebida pelo próprio em seu trabalho clássico de 1981, cujo enunciado principal podia ser bem resumido por uma paráfrase a Milton Friedman, para a qual este dificilmente oporia qualquer reparo: “inflações altas e persistentes são sempre e em toda parte fenômenos fiscais, nos quais o banco central é um cúmplice monetário”.<sup>139</sup> Nada pareceria mais consistente com as experiências fracassadas dos choques heterodoxos

---

<sup>136</sup> O episódio é narrado em detalhes em Safatle *et al.*, 2016, p. 49.

<sup>137</sup> Ainda que a variação acumulada do IPCA tivesse encostado no limite superior em duas ocasiões, 2011 (6,5%) e 2014 (6,4%).

<sup>138</sup> Sargent foi premiado juntamente com Christopher Sims.

<sup>139</sup> Sargent, 2013, p. 238.

discutida no Capítulo 7, nas quais o país pareceu experimentar todos os formatos possíveis de programas de estabilização que *não* enfrentassem o problema com os “fundamentos” fiscais e, conforme seria de se esperar, fracassaram sucessivamente, de forma cada vez mais rápida. A dinâmica das expectativas foi sumamente importante em cada um desses episódios, bem como no Plano Real, sendo particularmente interessante e singular que o próprio pai da teoria das expectativas racionais se debruçasse sobre o assunto e procurasse enxergar o tratamento oferecido pelo Plano Real às causas mais profundas da inflação, adicionalmente a seus outros elementos. As cartas de Sargent servem como um bom roteiro para a discussão sobre o modo como o Plano Real tratou, ou deixou de tratar o assunto dos ‘fundamentos fiscais’ da estabilização brasileira.

A primeira carta, publicada no *Wall Street Journal* em 30 de janeiro de 1986, logo antes do Plano Cruzado e dirigida a Dilson Funaro, foi profética. O autor tinha estado no Brasil em dezembro do ano anterior quando, na sua linguagem, “programas heterodoxos” vinham sendo abertamente cogitados e, segundo seu relato, pouca atenção era dada às “causas fiscais da inflação” inclusive por parte de economistas insuspeitos de qualquer viés populista como Rudiger Dornbush que, a propósito da chamada proposta Larida, de que tratamos na seção 8.2, fez o seguinte comentário: “a proposta Larida começa pela premissa que a indexação, e não a monetização de déficits, é a causa da inflação, percepção que eu compartilho por completo. A criação de moeda, e de forma mais importante, uma velocidade crescente em decorrência da desregulação monetária, são, na melhor das hipóteses, o ar nos pneus: a indexação é decididamente o motor da inflação”.<sup>140</sup> Diante dessa improvável adesão à tese da inflação “inercial” e em razão “do peso colocado sobre essas opiniões no Brasil”, segundo afirmou Sargent, lhe “pareceu adequado lembrar às pessoas das opções descritas em 1926 por John Maynard Keynes em sua carta aberta ao ministro da fazenda francês”.<sup>141</sup> Era uma alusão célebre e inquietante, e que certamente lhe trairia alguma atenção num país com tantos admiradores do autor da ‘Teoria Geral’, ao colocar o mestre de tantos economistas heterodoxos<sup>142</sup> propondo teses ortodoxas. Escrita em janeiro de 1926, antes da nomeação de Raymond Poincaré como Primeiro Ministro e também responsável pelas finanças, a carta de Keynes se tornou um clássico, inclusive pelo formato, ao recomendar, a partir de “*alguns*

---

<sup>140</sup> *Apud* Sargent, 2013, p. 234.

<sup>141</sup> *Idem, ibidem.*

<sup>142</sup> Vale reafirmar que Keynes está totalmente inocente de seu endeusamento pelo pensamento heterodoxo brasileiro. “Será sempre instigante especular sobre as razões pelas quais o pobre lorde Keynes - um grande herói do establishment, que, com orgulho, dizia que a luta de classes o encontraria convicto ao lado da burguesia educada - se tornou um objeto de apropriação indébita por parte da heterodoxia inflacionista brasileira e latino-americana”. *Cf.* Franco, 2012, p. 139.

*cálculos fundamentais*” (sic), que lembravam a aritmética de Sargent, o equilíbrio fiscal (afastados os aumentos de impostos e os confiscos) e a fixação da taxa de câmbio em um nível mais baixo que o de 1914, assim evitando um erro que a Inglaterra havia cometido em 1924<sup>143</sup>. Seis meses depois, Poincaré teve sucesso em um programa alinhado com essas diretrizes, episódio que Sargent tomou como exemplo, junto com o pacote fiscal e de estabilização concebido por Margaret Thatcher em 1981, de “mudança no regime de políticas fiscais e monetárias feita de uma vez por todas, amplamente entendida e consensual”.<sup>144</sup> Independente da dúvida, bastante razoável por sinal, sobre a pertinência da interpretação de Sargent desses episódios, o fato é que Keynes acertou nas recomendações à França e à Inglaterra, sendo seguido apenas no primeiro caso<sup>145</sup>, e as intenções de Sargent com relação ao Brasil pareciam mesmo associadas à profecia, inclusive porque era uma profissão muito rentável na ocasião e a primeira carta em 1986 tinha acertado em cheio.<sup>146</sup>

Havia, e continua a haver muita discussão sobre se os episódios de Thatcher e Poincaré, bem como os dos fins abruptos das hiperinflações, realmente forneciam evidência para os modelos de estabilização propostos por Sargent, que parecia buscar nesses ‘casos clássicos’ muito mais um ‘campo de provas’ para o recém inventado mecanismo de formação de expectativas racionais que proporcionar uma nova história econômica desses episódios. Este não é o espaço para uma discussão dos detalhes técnicos de cada caso, ou da teoria, sendo certo, no entanto, que o modelo de Sargent enfatizava mecanismos importantes ligando expectativas e ‘fundamentos’ embora, em termos práticos, se perdesse em um certo radicalismo *naive* em torno da centralidade da senhoriagem como razão de ser da inflação, combinado com uma grande imprecisão sobre como uma coisa está ligada à outra. Todavia,

---

<sup>143</sup> Keynes, 1932, p. 105. Esta última parte sobre o nível da taxa de câmbio não é tratada por Sargent, curiosamente.

<sup>144</sup> Sargent, 2013, p. 104.

<sup>145</sup> Daí se entende a ironia do comentário, no prefácio de seu livro, quando afirma que o título do livro deveria ser “ensaios sobre profecia e persuasão posto que a profecia foi mais bem-sucedida que a persuasão”. Cf. Keynes, 1932, p. 1. O título acabou sendo ‘Ensaio sobre persuasão’.

<sup>146</sup> O “acerto” na previsão não especialmente ousada sobre o Plano Cruzado deve ser visto com cautela sobretudo em vista da “Lei de Leonel Brizola” a vigésima sexta das Leis Secretas da Economia, segundo a qual “o pessimismo não tem custo, é muito bem remunerado e não prescreve”. A alusão a Brizola tem a ver com sua estranha previsão, logo no início do Plano Cruzado, quase simultaneamente à de Sargent, segundo a qual o plano ia fracassar em razão de algo que ele enigmaticamente designou como ‘perdas internacionais’. De acordo com a lei: “Caso a profecia fosse desmentida pelos fatos, Brizola poderia alegar que, por terem sido seguidos os seus sábios conselhos, as ‘perdas internacionais’, o que quer que fossem, terminaram mitigadas. E se o plano não funcionasse ele se tornaria um visionário, um profeta mal compreendido a quem o tempo se encarregaria de dar razão. Com efeito, quando o Cruzado naufragou, foram muitos a celebrar o visionário Brizola, por ter visto alguma coisa que ninguém havia percebido, e as ‘perdas internacionais’ se tornaram uma marca de inteligência política”. A mesma sabedoria move agências de classificação de risco soberano e também consultores estrangeiros que se “notabilizaram pelo pessimismo incondicional, quase obsessivo e sempre utilitário”. Cf. Franco, 2012, pp.79-81, *passim*.

não deve haver dúvida que, para o Brasil de janeiro de 1986, a carta continha uma sabedoria que estava em franca minoria no país, como tivemos a oportunidade de comprovar repetidamente no Capítulo 7. As duas outras cartas que se seguiram, publicadas no informativo de conjuntura do Banco de Investimentos Garantia em novembro de 1993 e dezembro de 1995, dirigidas, respectivamente, a Fernando Henrique Cardoso e Pedro Malan, tratavam do Plano Real, continham as mesmas advertências cautelosas da primeira, mas, diferentemente do que se observou no passado, vinham exatamente ao encontro do que os destinatários das cartas procuravam praticar.

Em novembro de 1993, eram, por certo, muito bem-vindos os alertas quanto à importância do equilíbrio fiscal intertemporal, bem como recomendações, ainda que muito genéricas, sobre privatização e reforma previdenciária, além de conselhos (dirigidos ao ministro) tais como: “as instituições públicas que você ajudar a criar e administrar afetarão muito a credibilidade das suas intenções anti-inflacionárias”.<sup>147</sup> Era chover no molhado, mas sempre um alimento nutritivo para políticos e formadores de opinião, pois era uma visão independente, desinteressada e *grosso modo* na direção correta. É certo, não obstante, que as percepções dos ministros recebendo a correspondência estavam bem além da capacidade de o missivista compreender a exata natureza dos “cálculos fundamentais” envolvidos na estabilização e das estratégias e ações para atacá-los nas difíceis circunstâncias em que se trabalhava.

A carta de dezembro de 1995, cujo título era “Uma dúvida razoável sobre o Plano Real”, chegava depois de um ano e meio da introdução da nova moeda, quando a inflação já tinha cedido para algo próximo de 20% ao ano e continuava a declinar. Sargent parecia inquieto com o sucesso do plano, em primeiro lugar em razão da importância que as pessoas associaram à URV que, a seu ver, era nada mais que “um detalhe técnico, um espetáculo menor<sup>148</sup>”, pois, segundo dizia, a inflação brasileira não seria detida apenas com “mudanças nas unidades de medida” e providências relativas à desindexação que ele via como “superficiais”. Eram observações muito semelhantes às feitas em seu *paper* de 1982 a respeito do *rentenmark* alemão, cujo papel jamais entendeu, e agora com méritos ainda mais ralos e discutíveis. Seu principal tema era o fiscal, as sempre esquecidas causas fundamentais: segundo a carta, “o Plano Real ... interrompeu a inflação *misteriosamente* (sic), porque [se] procuramos mudanças nos determinantes da inflação [eles] são difíceis de encontrar”.<sup>149</sup> Sua

---

<sup>147</sup> *Ibid.*, p. 240.

<sup>148</sup> No original: um *sideshow*.

<sup>149</sup> *Ibid.*, p. 242, grifos meus.

conclusão: “o Plano Real até agora [dezembro de 1995] está com seus calções de boxe esperando seu adversário, a orquestra da ópera à espera da chegada dos cantores. Até este momento, a plateia tem estado satisfeita com esses sinais de que uma performance vai acontecer. Ele ainda não começou”.

As observações sobre a URV, compreensivelmente, não foram levadas a sério, nem ajudaram o autor a melhor se credenciar para debater os rumos da estabilização brasileira. O país havia se encantado com o mecanismo da URV em vista dos problemas práticos que resolvia de forma elegante e voluntária, de modo que recebeu com olímpica indiferença a tese de um observador distante segundo a qual o dispositivo não tinha serventia. Já as dúvidas no terreno fiscal, ainda que prematuras, e misturando o ingênuo com o utilitário, à moda de Leonel Brizola, não podiam ser descartadas inteiramente, tendo em vista as batalhas tendo lugar em torno desse tema, de que esta seção tratará em seguida. Como já assinalado, o superávit primário em 1994, um ano com meio corpo dentro da hiperinflação, tinha sido excelente: 5,21% do PIB, representando um progresso notável relativamente à média para 1991-93, que foi de 2,16%. Nem para um observador mal localizado pareceria que o novo plano estava fraquejando nesta seara fiscal.

Entretanto, conforme descreveria Murilo Portugal, secretário do Tesouro na época, “essa consolidação fiscal foi efêmera”.<sup>150</sup> No ano calendário de 1995 o superávit primário fecharia bem pior, em 0,25% do PIB, e os números dos três anos seguintes permaneceriam nesse mesmo patamar: *menos* 0,09%, *menos* 0,88% e 0,01% do PIB. A “dúvida razoável” se tornaria, portanto, mais concreta, e um tanto mais intrigante sobretudo tendo em vista o *sucesso* continuado da estabilização e a convergência da inflação brasileira para 1,6% *ao ano* em 1998 durante esse mesmo período. Como era possível? A dúvida foi levantada primeiro por Giambiagi, que enxergou “uma violação do que até então se convencionara chamar de fundamentos fiscais que todo plano de estabilização deveria atender”.<sup>151</sup> Muitos anos depois, em 2015, a pergunta central do estudo de caso sobre o Brasil, no projeto coordenado pelo próprio Thomas Sargent sobre histórias monetárias na América Latina, era a mesma: “por que, diferentemente de seus seis predecessores, o Plano Real teve sucesso em reduzir a inflação se não trouxe muito melhoramento na situação fiscal?”<sup>152</sup>

---

<sup>150</sup> Portugal, 2016, p. 396.

<sup>151</sup> Giambiagi, 2017, p. 11.

<sup>152</sup> García, Guillén e Kehoe, 2015, p. 39, grifos meus. O projeto de pesquisa envolve 11 países, trata da história monetária da América Latina, é dirigido por Juan Pablo Nicolini, Tim Kehoe e Thomas Sargent e conta com financiamento do Friedman Becker Institute. Murilo Portugal, também presente ao seminário em que o projeto foi apresentado, compreendia perfeitamente a dúvida, *cf.* Portugal, 2016, p. 396.

É claro que o enigma era apenas aparente, pois era preciso conciliar a suposta ausência de efetivo “melhoramento na situação fiscal”, a julgar *exclusivamente* pelo número para o superávit primário, com as extensas agendas fiscais reformistas empreendidas pelos condutores do Plano Real e sobretudo com o modo como o público as compreendeu. Conforme observou Persio Arida, “os ‘fundamentos’ nunca estão adequados no momento inicial ... é a rápida desinflação inicial que cria a condição política para o ajuste posterior nos ‘fundamentos’ [que] é, na realidade, um projeto de modernidade e reformas do Estado e das instituições (e por que não dizê-lo, de mentalidades também) que se desdobra ao longo de anos e que dificilmente consegue ser demarcado, a não ser aproximadamente, por indicadores quantitativos”.<sup>153</sup> Tudo parece indicar que o público efetivamente entendeu, ao menos nos primeiros anos, as reformas descritas no restante desta seção como a “mudança no regime fiscal e monetário” de que falava Sargent e assim, uma vez afastada a ideia de um transe coletivo causado pela URV, efetivamente acreditou que o problema fundamental subjacente estava sendo atacado de forma concreta e objetiva, apesar de o observador estrangeiro não ter enxergado. Na verdade, a questão pode ser vista de uma forma mais simples: se a estabilização foi bem-sucedida, e se, de fato, não existem refeições gratuitas e milagres, segue-se que houve a “mudança de regime”, só é preciso identificá-la e descrevê-la propriamente para recompor a santidade da teoria.<sup>154</sup>

Não havia nada de simples na definição do problema fiscal brasileiro, tampouco no enunciado da sua solução, a começar pela dificuldade estatística já clássica em torno de diferentes conceitos de déficit, e sobretudo da metodologia para se tratar a influência da inflação sobre essas medidas<sup>155</sup> a fim de determinar o tamanho e a natureza do desequilíbrio fiscal *ex ante*, ou seja, o presumível tamanho do esforço fiscal necessário para colocar as coisas no lugar. Edmar Bacha expõe o problema com nitidez, através do mero exame dos números<sup>156</sup>: no ano de 1993, quando a inflação alcançou 2.490%, o superávit primário era de

---

<sup>153</sup> Arida, 1999, pp. 113-114.

<sup>154</sup> Há uma pequena armadilha lógica na relação de causalidade entre inflação e as inobserváveis expectativas do público quanto a seus ‘fundamentos’, sobretudo se não sabemos exatamente quais são as medidas que compõem a ‘mudança de regime fiscal e monetário’ que o público percebe que fará cessar a hiperinflação no momento de seu anúncio. A este respeito, vale uma oblíqua observação do filósofo marxista Slavoj Žižek sobre uma velha piada lacanianiana a propósito de relações da causalidade: “Minha noiva nunca se atrasa para um encontro pois, quando se atrasar, não será mais minha noiva”. No caso em tela, isso seria como dizer “a estabilização nunca é possível sem uma mudança de regime, na falta do qual não pode haver estabilização”. A lição aqui é que uma verdade nunca pode ser imposta pois, “no momento em que a fidelidade à Verdade funcionar como imposição ..., não estaremos mais lidando como uma Verdade, [mas] com a fidelidade a um Acontecimento-Verdade”. Nesses termos a “verdade” deixa de ter utilidade como predição sobre como conduzir a estabilização, no momento em que não pode ser desmentida, como no conhecido preceito de Karl Popper. Cf. Žižek, 2014, p. 71.

<sup>155</sup> Para uma pequena enciclopédia sobre o assunto ver Ramalho, 1997.

<sup>156</sup> Bacha, 2012, p. 135.

2,19% do PIB, o superávit “operacional” (aquele que se observa, deduzidas as despesas referentes à correção monetária da dívida pública, o que costuma ser interpretado como o resultado que se observaria, tal como em estática comparativa, se inflação desaparecesse por um passe de mágica) era de 0,25% do PIB, mas o déficit nominal, a métrica mais comum de aferição da política fiscal usada internacionalmente, atingia o estonteante e superlativo número de 58,4% do PIB. Pois bem, como interpretar esses números? Qual deles melhor indicava a real dimensão do problema? Como extrair daí indicações sobre o problema fiscal *ex ante* e sobre como ataca-lo?

A falta de respostas claras para essas perguntas e pior, a tese segundo a qual o Brasil *não tinha* um problema fiscal<sup>157</sup>, estariam a indicar, para começar, a absoluta necessidade de um mergulho em algumas particularidades institucionais do processo de execução do orçamento brasileiro, pertinentes ao correto entendimento da relação entre a inflação e os números fiscais, e no modo preciso como as contas fiscais efetivamente “fechavam”. Era perceptível a existência de uma dinâmica exótica e singular ligando o fisco e a inflação pela qual um desequilíbrio potencial de imensas proporções, e observável apenas “em repouso” em orçamentos jamais executados senão em parte, era recorrentemente erodido pela inflação, como se dela se alimentasse<sup>158</sup>. Entretanto, e desafortunadamente, este era apenas um aspecto do problema, a sua face mais visível, relativa à dimensão dos fluxos. Ao final de 1993, o que mais assustava os técnicos, muito além das movimentações de caixa, e mesmo das variações observáveis de ativos e obrigações do governo, eram os vastos montantes de obrigações não reconhecidas, o *default* generalizado entre os estados e a União, com amplas implicações pela economia, e uma imensidão de ativos podres e não tratados como tal nos balanços dos bancos públicos, federais e estaduais, e também nos bancos privados. Os ajustes a serem efetuados nesses temas, todos pertencentes ao obscuro terreno conhecido como o “debaixo de linha”<sup>159</sup>, pareciam gigantescos relativamente às expectativas iniciais para os superávits

---

<sup>157</sup> Com cautela, Arida & Lara-Rezende, 1985 tomavam essa possibilidade como uma hipótese, ou como premissa, e não como fato estabelecido. Não obstante, a ideia que o déficit fiscal era o resultado da inflação, e não sua causa, era imensamente popular.

<sup>158</sup> Destaque-se o pioneirismo dos estudos de Guardia, 1992 e da modelagem de Bacha, 1993, sobretudo para as decisões de 1993 e 1994. Ver também, para uma racionalização, Franco, 1995.

<sup>159</sup> A expressão “debaixo da linha” tinha uma origem reveladora. Quando o Brasil recebeu missões do FMI, em diversas ocasiões a partir de meados dos anos 1980, precisou estabelecer uma programação financeira para o setor público no âmbito da qual duas métricas eram aferidas: a diferença entre receitas e despesas, de um lado, e a variação da dívida líquida do setor público em decorrência do que se passa “em cima da linha”. Repetidamente, todavia, o resultado “em cima da linha” se revelava largamente incompatível com o aferido “debaixo da linha” através da variação observada nos ativos e obrigações do setor público. Foram imensos os debates contábeis e as necessidades de aperfeiçoamento institucional nas áreas de controladoria e contabilidade pública para que essas duas metades da mesma verdade se tornassem minimamente consistentes, ainda que medida por uma conta de “erros e omissões”, sempre incômoda. Na verdade, até hoje o método mais seguro

(déficits) primário e operacional nos primeiros anos do Plano Real, de modo que rapidamente se fixou a percepção de que aí estava o grande teatro de operações para as definições cruciais para o regime fiscal. Foi nessa região que as ações reformistas mais importantes tiveram lugar, dentre as quais um ambicioso programa de privatização, cujos recursos foram destinados predominantemente para a amortização de dívidas públicas, além enormes safras de securitizações e reconhecimentos de “esqueletos” e inúmeros “encontros de contas”, e diversas rodadas de reescalamentos e reestruturações no contexto dos mais diversos programas de ajustes com bancos e com os estados da federação<sup>160</sup>. Era uma agenda muito extensa, com inúmeros os temas a tratar, a maior parte dos quais pertinente ao terreno estritamente fiscal e, portanto, um tanto distante do escopo deste estudo<sup>161</sup>. Uma parte pequena, porém, fundamental desses esforços tinha relação direta com as instituições monetárias, sobretudo os problemas relativos a bancos públicos, e com o exato assunto de que trata este volume, a degeneração institucional no processo de controle da moeda. Em boa medida a mixórdia monetária e fiscal em que se encontrava o país parecia decorrente do funcionamento *de facto* de um sistema que se parecia com as piores versões do projeto Correa e Castro, onde o BCB funcionava como uma grande central supridora de fundos para um sistema de bancos oficiais setoriais e regionais no contexto de enorme fragmentação da execução fiscal em sub orçamentos autônomos e capturados. Os tentáculos desse sistema, em 1993, compreendiam não apenas de cinco bancos federais (BB, CEF, BNDES, BNB e BASA) mas também mais de sessenta (!) instituições financeiras estaduais a serviço de seus controladores, além de inúmeros arranjos para-fiscais, em geral comandados a partir do CMN. A recomposição da sanidade monetária do país passava, portanto, pelo saneamento, e conseqüentemente pela drástica redução do tamanho desse caótico conjunto, bem como

---

de aferir o superávit primário é o da comparação de números “debaixo da linha” para a dívida do setor público em diferentes momentos no tempo. É a partir dessas variações que se calcula o resultado do setor público.

<sup>160</sup> A interação desses ajustes patrimoniais com os fluxos fiscais era bem complexa, seja por que os “esqueletos” se referiam a gasto anterior não incluído no cálculo do superávit (déficit) primário em seu tempo, ou pelo fato de o reconhecimento tardio de obrigações, de uma só vez ou distribuído ao longo de vários anos, afetava os valores futuros para o superávit primário, talvez turvando novos progressos. Ainda que conceitualmente correta a reescrita das séries fiscais, afim de localizar os prejuízos no momento quando foram feitos, era impraticável e teve lugar apenas nos casos onde a responsabilização do gestor se fazia necessária por determinação legal. Com o tempo, a contabilidade pública passou a reportar regularmente os chamados “ajustes patrimoniais”, ou seja, o reconhecimento de obrigações, bem como a venda de ativos, sem que os montantes transitassem no resultado corrente

<sup>161</sup> Vale registrar que havia uma descrição bastante detalhada de medidas e enunciados básicos das “reformas fundamentais” tidas como pré-condições da estabilização no PAI (Plano de Ação Imediata), documento de junho de 1993 muito importante e muito subestimado. É certo que das 58 medidas que propunha, tratava-se apenas de uma primeira abordagem para agendas que se desdobrariam em múltiplas providências nos anos a seguir. De toda maneira, o PAI forneceu um roteiro seguido à risca em suas seis linhas de ação: corte e eficiência no gasto, recuperação da receita, dívidas de estados e municípios, bancos estaduais, bancos federais e privatização.

pela reorientação operacional e regulatória dos bancos. Era preciso, assim, reconhecer os prejuízos passados em toda a sua dimensão e impedir que o mesmo comportamento tivesse lugar, ou seja, os bancos públicos teriam que deixar de funcionar como criadores de moeda de forma ilimitada, e passar a operar debaixo da disciplina de Basileia, como era o caso dos bancos privados e de conformidade com o que se passava no resto do mundo, por onde o Acordo de Basileia se disseminava.

É muito interessante observar que a atenção dos especialistas no tocante à diligência das autoridades em corrigir “fundamentos” estava muito concentrada exatamente na capacidade de endereçar e solucionar as grandes questões estruturais envolvendo os desafios políticos de maior complexidade no terreno patrimonial, conforme enunciados no PAI, uma vez que havia pouca dúvida que o governo federal podia, por tempo considerável, equilibrar suas contas mediante “controle do caixa”, ou seja, através da manipulação, pelo Tesouro, da programação financeira da liberação dos recursos referentes às alocações orçamentárias, processo conhecido como “contingenciamento”. Era claro, contudo, que a eficácia desse tipo de controle de caixa ficava bastante diminuída com a própria queda da inflação, sobretudo tendo em vista o crescimento progressivo das chamadas “vinculações de receita”, mecanismos pelos quais ficavam estabelecidas destinações obrigatórias para certas receitas a fim de substituir ou compensar a não indexação das dotações orçamentárias ou mesmo a confecção do orçamento em moeda constante<sup>162</sup>. Parecia essencial naquele momento, portanto, o fortalecimento, ou a reconstituição da capacidade de o Tesouro fazer controle de caixa de modo a se conseguir mais tempo para as reorganizações patrimoniais acima mencionadas<sup>163</sup>, bem como a aprovação e execução das várias outras reformas associadas ao Plano Real e com implicações fiscais. Foi esse o espírito do mecanismo criado através de uma emenda constitucional, a primeira da Revisão Constitucional prevista para ocorrer depois de 5 anos da promulgação da Constituição de 1988, e que estava em andamento bem

---

<sup>162</sup> As vinculações serviam como defesa para a ausência de indexação no orçamento, e acentuavam a tendência de fragmentação do espaço fiscal em múltiplos sub orçamentos. Note-se que as vinculações de receitas de impostos são limitadas aos casos descritos na Constituição, mas as receitas decorrentes das chamadas ‘contribuições’ já nasciam com uma destinação especificada. Para uma descrição do mecanismo ver Mendes, 2009, p. 87 e também Carvalho, 2010, esp. Cap. 4.

<sup>163</sup> A equipe econômica chegou a cogitar seriamente de introduzir uma emenda constitucional de “orçamento equilibrado” à moda da Emenda Gramm-Rudman-Hollings implementada nos EUA em 1985 com grande ressonância. Na ocasião havia um excesso de incertezas sobre determinações constitucionais resultantes em elevação de despesa e dúvidas sobre se uma simples emenda, ainda mais de revisão, poderia se sobrepor a tais determinações, algumas tidas como “pétreas”. Em 2016, com a casa bem mais arrumada, a chamada “PEC do Teto” estabelecerá limites para o crescimento da despesa agregada, assim introduzindo a percepção de restrição orçamentária necessária para a vida sob responsabilidade fiscal.

naquele momento<sup>164</sup>. Esse mecanismo visava “desvincular” receitas e reforçar a capacidade de o Tesouro Nacional contingenciar despesas, e ganhou a curiosa denominação de Fundo Social de Emergência (FSE)<sup>165</sup>, através da Emenda Constitucional de Revisão 1/94, e veio a se tornar essencial para o equilíbrio de caixa do Tesouro nos anos que se seguiram. A Tabela 8.6 abaixo descreve as várias encarnações do FSE e suas diversas renovações:

Tabela 8.6  
Mecanismos de desvinculação de receitas

<u>Denominação</u>	<u>Dispositivo</u>	<u>Vigência</u>
Fundo Social de Emergência (FSE)	ECR 1/94	1994 e 1995
Fundo de Estabilização Fiscal (FEF)	EC 10/1996	1996 e 1º sem. 1997
FEF – Prorrogação	EC 17/97	2º sem. 1997 a 1999
Desvinculação de Receitas da União (DRU)	EC 27/00	2000 a 2003
DRU – Prorrogação 1	EC 42/03	2003 a 2007
DRU – Prorrogação 2	EC 56/07	2008 a 2011
DRU – Prorrogação 3	EC 68/11	2011 a 2015
<u>DRU – Prorrogação 4</u>	<u>EC 93/15</u>	<u>2016 a 2023</u>

Fonte: Dias, 2011, p. 7 e elaboração do autor.

Nesse caminho, note-se que as renovações do mecanismo ocorreram através de emendas constitucionais regulares, e não mais com o quórum reduzido próprio da Revisão Constitucional. O FSE, ganhou uma denominação mais própria, ‘Desvinculação de Receitas Orçamentárias’ (DRU), depois de se chamar Fundo de Estabilização Fiscal (FEF) durante certo tempo, e emagreceu um tanto, ao deixar de incorporar as vinculações que afetavam estados e municípios. A DRU ainda permanece em vigor e uma vez mais, no difícil ano de 2016, sua renovação se mostrou contenciosa. A efetividade do mecanismo sempre esteve

<sup>164</sup> A revisão constitucional acabou se tornando uma decepção, uma vez que foi terminada de forma prematura, como se seus termos de referência fossem limitados, ou como se a Constituição escrita em 1988 fosse resultado de uma longa reflexão e amadurecimento, e não o resultado um tanto impetuoso de um momento particularmente singular da vida política brasileira. A propósito (grifos meus): “o Constituinte em 1988 certamente se permitiu alguma ousadia, *porque sabia* que 5 anos depois haveria uma revisão, quando os exageros poderiam ser corrigidos e os inúmeros experimentos ali inseridos seriam verificados quanto à sua viabilidade. Tudo muito próprio para uma nação em processo de construção de seu ordenamento jurídico e institucional, tanto no plano político quanto econômico. Mas como a Revisão Constitucional não aconteceu, o Governo seguinte teve de ocupar a maior parte de seu mandato corrigindo a Constituição, através desse martírio das duas votações em cada uma das Casas, com quórum qualificado, com intermináveis deliberações em Comissões, o uso e abuso da salvaguarda dos DVS (Destaque para Votação em Separado) - ritos que fariam sentido apenas em países onde a mudança constitucional é rara, mas onde as constituições têm vários séculos de idade e foram longamente decantadas e testadas. Este definitivamente não é o nosso caso”. Cf. Franco, 1999, p. 270.

<sup>165</sup> Curioso por três razões, pelo menos: não era um ‘fundo’, pois era desvinculação, ou seja, o oposto de um fundo constitucional; não era ‘social’, na forma do pervertido vocabulário dos círculos orçamentários, pois servia para ‘fazer superávits’ ou ‘pagar juros’, ou seja, anátema para a cultura gastadora dominante; e não era de emergência, ou seja, temporário, mas para durar e mesmo reverter a tendência de crescimento das vinculações na direção de 100% das receitas.

dependente do poder discricionário do Tesouro em executar (ou não) o orçamento, o que sempre se apresentou como um ponto de tensão entre o Executivo e o Legislativo. Sabidamente, o FSE/DRU não era a solução preferencial para o problema fiscal brasileiro, e possivelmente no futuro vá se tornar desnecessária, a partir de um redesenho mais amplo da dinâmica orçamentária do país<sup>166</sup> ou de avanços realmente reformadores como o “orçamento base zero” ou alguma extensão da PEC do Teto estabelecendo um debate orçamentário efetivo.

Nesse momento, no entanto, a despeito de muitos avanços importantes em muitas áreas estruturantes, o equilíbrio fiscal continuava pesadamente dependente do poder discricionário do Executivo em contingenciar o orçamento, ou do que Brasília designava como “vontade política”, e em menor medida de instituições que estabelecessem limites impessoais e princípios dos quais não se pudesse divergir. A “vontade política”, como se sabe, é criatura caprichosa, sempre sujeita à fadiga e aos elementos. É o que os economistas descrevem, em seu idioma, como “discricionabilidade”, uma força que funciona para o Bem e para o Mal, como os sentimentos dos líderes, e que se entende que deve ser limitada por instituições e regras impessoais. Em 1997, conforme já observado na seção anterior, a moeda e o plano iam bem, ainda que com certo excesso de trabalho por parte da política monetária e cambial, de modo que já era tempo de o superávit primário penetrar no terreno positivo e contribuir mais substancialmente para a consolidação da estabilização. Muitas das reformas de grande impacto no sistema monetário, e de que trataremos no restante desta seção, já estavam implementadas, ou bem avançadas. Não havia mais justificativa para tanta hesitação no terreno dos resultados fiscais, mas a “vontade política” não estava lá, parecendo contrariada com a suposta intransigência do BCB nos assuntos de juro e câmbio, e por isso mesmo a resposta à Crise da Ásia foi reveladora: um esforço fiscal superior a 2% do PIB e que acabou resultando em *piorar* o primário. A partir do susto de 1998 e do acordo com o FMI, iniciou-se uma década inteira na qual o superávit primário esteve acima de 3% do PIB, e para atingir esse resultado tão fundamental foi essencial nada mais que uma mágica inflexão dessa “vontade política”, porém, nesse momento, com uma efetividade bem maior face à conclusão bem-sucedida do trabalho de reestruturação em diversas áreas problemáticas, especialmente bancos públicos e entes federados. Uma década adiante, em 2008, curiosamente, o mesmo poder discricionário que fez surgir os superávits se empenhou

---

<sup>166</sup> Sobre a reforma da lei orçamentária ver Rezende & Cunha, 2013.

deliberadamente em destruí-los em nome de ‘políticas anticíclicas’ ou da chamada ‘Nova Matriz Macroeconômica’.

Mas, voltando a 1993, e a julgar pelas medidas propostas no PAI, desde o início a equipe do ministro Fernando Henrique tinha claro que uma das tarefas estruturantes mais críticas e urgentes para a reconstrução do sistema monetário era a reestruturação financeira e fiscal dos estados, sem o que seria impossível normalizar as finanças públicas, bem como o relacionamento com bancos federais, paralisados pela inadimplência generalizada dos estados e, adicionalmente, ficava impossível tratar do difícil assunto dos bancos estaduais. É nessa altura que se iniciam sucessivos refinanciamentos de dívidas estaduais, acompanhados amiúde por inéditos programas de ajustamento sob alta condicionalidade, e apoiados por novas modalidades de garantias, ocorridos a partir de 1993 e se estendendo em várias direções até que a Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar 101/00) que em boa medida foi gestada nesse mesmo processo, extinguisse a possibilidade de refinanciamento entre os entes federativos. Duas renegociações com os estados, ainda que de reduzido impacto, já tinham sido feitas no passado (pelas leis 7.614/87 e 7.976/89), e já havia sido conduzido um ensaio importante de “encontro de contas” conforme definido pela Lei 8.631/93, dispondo sobre o setor elétrico, que reconheceu montantes muito grandes de créditos de concessionários estaduais por conta da Conta de Resultados a Compensar (CRC) posteriormente utilizados para quitar com débitos com a União de natureza variada.<sup>167</sup> Em seguida, veio a Emenda Constitucional 3/93 que permitia a utilização dos recursos do ICMS para “a prestação de garantia ou contragarantia à União e para pagamentos de débitos com esta” (§ 4, XI, Art. 167). Antes desta emenda, só era possível à União a retenção, em caso de inadimplência, dos recursos da FPE (Fundo de Participação dos Estados), que representavam uma parcela muito pequena das receitas dos estados maiores, mas com o novo dispositivo a União passou a dispor de uma garantia sólida e facilmente executável. Não deve haver dúvida que este foi um dos principais pilares da Lei 8.727/93, que determinou o refinanciamento de uma parcela expressiva das dívidas estaduais e se tornou “um marco no relacionamento institucional entre o governo federal e os estados”.<sup>168</sup>

---

<sup>167</sup> Os créditos aí derivavam, entre outras possibilidades, da prática de tarifas abaixo de parâmetros consistentes com o equilíbrio econômico financeiro da operação. A STN estimava que as obrigações do Tesouro em CRC montavam a cerca de US\$ 19 bilhões, ao passo que os créditos eram da ordem de US\$ 11 bilhões. Ferreira, 2006, p. 136, conta que o secretário Murilo Portugal teria pedido demissão em razão deste dispositivo pelo menos duas vezes a dois ministros diferentes.

<sup>168</sup> Rigolon & Giambiagi, 1999, p. 127.

Os valores refinanciados nessa safra abrangeram as dívidas contratuais e limparam o terreno no tocante aos bancos e agências federais, alcançando o volume total de R\$ 43,0 bilhões<sup>169</sup>. Esses acordos trouxeram inovações interessantes sobretudo no que se refere à solidez e facilidade de execução das garantias, mas também quanto à definição e operacionalização de limites de comprometimento. Entretanto, este era apenas um primeiro passo, remanesciam os problemas com a dívida mobiliária e com os bancos estaduais, agravados pela erosão do superávit primário dos estados. As dificuldades continuaram e foram se manifestando na incapacidade de financiamento em mercado das dívidas mobiliárias dos estados e no imperativo de o BCB ou a CEF empreenderem operações de troca de dívida estadual por papéis federais, para a rolagem. Na ausência dessas operações, a dívida mobiliária estadual, que *já estava no balanço dos bancos estaduais*, não tinha colocação e assim se estabelecia a insolvência dos bancos e dos estados, uma situação que já era latente em meados da década de 1980. A deficiência de *funding* dos bancos estaduais para rolar as dívidas de seus controladores correspondia ao déficit a descoberto dos estados, ou a expressão de uma farra fiscal que vinha tendo lugar há tempos, e que, neste formato, tornava a União e o BCB reféns dos estados.

As operações de troca de dívida estadual por federal começaram a aumentar de forma alarmante, assim indicando o clímax deste drama e o caminho por onde deveria ser encaminhada uma solução abrangente. A federalização da dívida mobiliária estadual parecia inevitável, diante da alternativa de completo colapso, e o modelo a Lei 8.727/93 parecia bem adequado, restando, todavia, uma melhor negociação de contrapartidas para a União<sup>170</sup>. Os passos para o ajuste começam no CMN com o Voto 162/95 onde se definiu um programa mais organizado de apoio aos estados pelo qual as linhas da CEF eram disponibilizadas para os que se dispusessem a estabelecer compromissos com limitações às despesas de pessoal e previdenciárias, privatização, modernização de seus sistemas de controladoria e também como níveis mínimos de resultado primário e não contratação de novo endividamento<sup>171</sup>. O

---

<sup>169</sup> Mora, 2002, p. 7. Portugal, 2016, p. 386 fala em US\$ 28 bilhões equivalentes a 7,2% do PIB.

<sup>170</sup> A propósito de condicionalidade e em retrospecto, o ex-Secretário do Tesouro Murilo Portugal, observou, sobre a Lei 8.727/93: “nós tínhamos uma visão curta do que a gente queria. A nossa preocupação era só receber de volta os nossos recursos sem procurar usar aquilo como instrumento para influenciar a atuação fiscal dos estados”. Pois foi exatamente o que se almejou a seguir.

<sup>171</sup> Segundo relata Ferreira, 2006, em sua história da STN: “Então, a Secretaria do Tesouro iniciou um mutirão de emergência com 19 missões aos estados, chefiadas pelos Secretários-Adjuntos e Coordenadores-Gerais, inclusive aqueles sem nenhuma atribuição regimental relacionada a estados e ou com treinamento específico para esse tipo de tarefa. A finalidade dessas missões era fazer um diagnóstico e ver quais as medidas que poderiam ser tomadas para o ajuste. Dessas visitas, surgiram programas de ajuste fiscal nos estados que envolviam aumentar a receita, aperfeiçoar os cadastros de contribuintes, melhorar os gastos, incentivar as demissões voluntárias, fechar bancos estaduais, privatizar e assim por diante” (p. 152).

Voto 162/95, conforme um estudo, “é um marco no relacionamento entre as esferas de governo, porque, pela primeira vez, associou auxílio financeiro federal à reforma do setor público estadual a ao ajuste patrimonial”.<sup>172</sup> O texto do Voto 162/95, assinado pelo ministro Pedro Malan, observava que “a implementação desse programa só se faz possível em razão dos retornos dos refinanciamentos amparados na Lei 8.727/93, cujos parâmetros relacionados a pagamento de principal e encargos serviram de base para o estabelecimento das condições [propostas]”.<sup>173</sup>

Mesmo assim, as finanças estaduais não exibiram melhoria efetiva, de tal sorte que as diretrizes do Voto 162/95 tiveram que evoluir, a seguir, para um Programa de Apoio à Reestruturação Fiscal e Financeira dos Estados definido na Medida Provisória 1.560 de 19 de dezembro de 1996, posteriormente convertida na Lei 9.496/97 em 11 de setembro de 1997 (grifos meus):

#### **Medida Provisória 1.560 de 19 de dezembro de 1996**

*Estabelece critérios para a consolidação, a assunção e o refinanciamento, pela União, da dívida pública mobiliária e outras que específica, de responsabilidade dos Estados e do Distrito Federal*

Art. 1. Fica a União, no âmbito do Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados e nos termos desta MP, autorizada, até 30 de junho de 1997, a:

I - assumir a dívida pública mobiliária dos Estados e do Distrito Federal, bem como, ao exclusivo critério do Poder Executivo Federal, outras obrigações decorrentes de operações de crédito interno e externo; (...)

IV - refinanciar os créditos decorrentes da assunção a que se refere o inciso I, juntamente com créditos titulados pela União contra as Unidades da Federação, estes a exclusivo critério do Ministério da Fazenda. (...)

§ 3. As operações autorizadas neste artigo dependerão do estabelecimento, pelas Unidades da Federação, de Programa de Reestruturação e de Ajuste Fiscal, acordado com o Governo Federal.

Art. 2. O Programa de Reestruturação e de Ajuste Fiscal, além dos objetivos específicos para cada Unidade da Federação, conterá obrigatoriamente metas ou compromissos quanto a:

I - dívida financeira em relação à receita líquida real - RLR;

II - resultado primário, entendido como a diferença entre as receitas e despesas não financeiras;

III - despesas com funcionalismo público;

IV - arrecadação de receitas próprias;

V - privatização, permissão ou concessão de serviços públicos, reforma administrativa e patrimonial;

VI - despesas de investimento em relação à RLR. (...)

Art. 3. Os contratos de refinanciamento de que trata esta MP serão pagos em até 360 prestações mensais e sucessivas, calculadas com base na Tabela Price, observadas as seguintes condições:

I - juros: no mínimo de seis por cento ao ano;

II - atualização monetária: IGP-DI, calculado pela FGV, ou outro índice que vier a substituí-lo. (...)

§ 6. A não observância das metas e compromissos estabelecidos no Programa implicará, durante o período em que durar o descumprimento, sem prejuízo das demais cominações pactuadas nos contratos

<sup>172</sup> Lopreato, 2002, p. 211.

<sup>173</sup> Voto 162/95, item 38.

de financiamento, a substituição dos encargos financeiros mencionados neste artigo pelo custo médio de captação da dívida mobiliária federal, acrescido de um por cento ao ano, e na elevação em quatro pontos percentuais do comprometimento estabelecido com base no Art. 5.

Art. 4. Os contratos de refinanciamento deverão contar com adequadas garantias que incluam, obrigatoriamente, a vinculação de receitas próprias e dos recursos de que tratam os arts. 155, 157 e 159, incisos I, a, e II, da Constituição. (...)

Art. 6. Fica a União autorizada a receber das Unidades da Federação bens, direitos e ações, para fins de amortização extraordinária dos contratos de refinanciamento celebrados na forma desta Medida Provisória.

A arquitetura da MP 1.560/96 tinha como pilares básicos a autorização para a União assumir dívidas estaduais de várias modalidades em bases definitivas, compensar créditos, inclusive a transferência de empresas estaduais para o programa federal de privatização (Art. 6), refinar as dívidas com as garantias adequadas (Art. 4), *desde que* a unidade da federação estabelecesse Programa de Reestruturação e de Ajuste Fiscal contendo metas conforme discriminadas na MP (Art. 2). A lei previa penalidades para o descumprimento, e a regulamentação definiu incentivos bastante atrativos à privatização<sup>174</sup>. Os programas de refinanciamento e ajuste foram sendo assinados individualmente, tal como se a União, e a STN em particular, estivesse fazendo o papel que normalmente se associa ao FMI a oferecer financiamentos fortemente condicionados a ajustes para mutuários recalcitrantes, com justos critérios de desempenho e mecanismos de *enforcement*. Os refinanciamentos atingiram R\$ 132 bilhões, além dos R\$ 54 bilhões referentes ao “Programa de Incentivo à Redução da Participação do Setor Público Estadual na Atividade Bancária” (Proes) de que trataremos a seguir, sendo que o refinanciamento beneficiou particularmente os quatro estados mais endividados (São Paulo, Minas Gerais, Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul), que absorveram, conjuntamente, mais de R\$ 100 bilhões ou seja, aproximadamente 90% dos recursos destinados ao refinanciamento<sup>175</sup>. Os programas com os maiores estados envolviam montantes e complexidades maiores do que muitos programas do FMI como seus clientes habituais e não deve haver dúvida que a estruturação desses programas representou um gigantesco esforço de *upgrading* da estrutura e das funções da STN. Mais: logo adiante, através

<sup>174</sup> Em geral, formalizado pela transferência de titularidade das empresas e estabelecimento de conta gráfica para ajuste após a venda. A alienação de ativos foi particularmente incentivada pela exigência de quitação antecipada de 20% da dívida renegociada até o final de 1999 sob pena de elevação de 6% para 7,5% da taxa de juros acordada, *cf.* Pellegrini, 2012, p. 10.

<sup>175</sup> Mora, 2002, p. 26. Esta concentração não deve dar a impressão de que as medidas eram mais fáceis para os estados menores. Um exemplo interessante é lembrado por Ferreira, 2006, p. 153: “Um episódio marcante ocorreu em Alagoas, que apresentava a pior situação financeira entre os estados, comprometendo mais de 100% de suas receitas apenas com a folha de salários. A STN mostrou ao Governador Divaldo Suruagy que, mesmo com uma renegociação da dívida, era preciso fazer um ajuste nas contas do Estado para redução de despesas e aumento das receitas. Suruagy não aceitou. Levou a Murilo Portugal uma carta de renúncia para pressioná-lo. A carta de cinco páginas continua guardada no arquivo pessoal do ex-Secretário do Tesouro. Murilo comunicou o fato ao Presidente Fernando Henrique. Não houve concessão a Alagoas”.

da MP 1.811/99, a possibilidade de refinanciamento foi estendida aos municípios e até junho de 2000 tinham sido assinados contratos e programas de ajuste para 174 municípios no valor agregado de R\$ 16,4 bilhões<sup>176</sup>. Era um longo caminho para uma secretaria criada apenas em 1986, cuja principal ferramenta gerencial, o SIAFI (Sistema Integrado de Administração Financeira) tinha sido lançado em 1991, e incorporado o sistema previdenciário apenas em 1992<sup>177</sup>.

É inegável que o enorme esforço, inclusive de evangelização, empreendido pela STN nesses acordos resultou fundamental para a composição da Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar 101/00) que, entre muitos dispositivos cruciais, funcionou como uma espécie de desfecho para o ciclo de ajustes dos entes federativos, ao estabelecer uma vedação expressa a novos acordos de refinanciamento. Tratava-se, fundamentalmente, de eliminar os incentivos para outros episódios de mau comportamento fiscal que naturalmente se produzem se a possibilidade de novos programas de resgate permanece aberta. A LRF lidou de forma magistral com o problema do *moral hazard*, expressão de difícil tradução, mas que se tornaria popular na crise de 2008 ao descrever os incentivos perversos que existem quando autoridades, ainda que por boas razões, “salvam” instituições privadas que correram riscos excessivos.<sup>178</sup>

A LRF consolidou e aperfeiçoou dispositivos que já existiam na “Lei Camata” (Lei Complementar 82/95), que regulava os gastos com pessoal, também sistematizava a disciplina de limites de endividamento que se fixava por resoluções do Senado, e acrescentava inúmeros dispositivos que emergiram da experiência de ajuste fiscal nos estados e municípios. Uma nova cultura se estabelecia ao se consagrar na lei as práticas e princípios utilizados pela STN nos acordos com os entes subnacionais, e também na conduta do governo federal, e penetrava nos organismos de controle do Poder Executivo e também nos Tribunais de Contas nas três esferas de governo. Uma análise da LRF nos levaria muito longe do objeto deste trabalho, ainda que sua genealogia tenha tudo o que ver com os ajustes

---

<sup>176</sup> Dias, 2004, p. 12.

<sup>177</sup> Em 2005, quando já estava plenamente implementado, o SIAFI processou aproximadamente 850 milhões de transações, em torno de 3,3 milhões por dia útil, e em 2006 contava com cerca de 18 mil unidades gestoras, chegando a fazer pagamentos de até R\$ 12 bilhões por dia. Em 1986, quando a STN foi criada, estimava-se que havia 3,7 mil contas bancárias do Governo, mas logo descobriu-se que eram cerca de 12 mil, e não se sabia ao certo o número de gestores que movimentavam essas contas. O cálculo era da ordem de 1,8 mil mas, segundo se aferiu posteriormente, eram mais de 4 mil. Cf. Ferreira, 2006, pp. 99-100.

<sup>178</sup> De acordo com Eduardo Guardia e Ilan Goldfajn, “a LRF promoveu várias mudanças no regime fiscal brasileiro, porém, certamente a mais importante inovação foi a proibição de o governo federal financiar os governos estaduais e municipais. A importância dessa restrição é que ela não só regula o comportamento futuro dos governos estaduais e municipais, evitando o risco de planos de socorro intragovernamentais, como também preserva os contratos existentes”. Cf. Guardia & Goldfajn, 2003, p. 19.

necessários para que o regime federativo pudesse conviver em paz com a integridade do processo de criação de moeda. Neste assunto, no entanto, resta ainda examinar uma etapa crucial do ajuste dos estados e do redesenho do sistema monetário, a criação e operação do Proes, que traria uma solução duradoura para o enorme problema representado pelos bancos estaduais.

Em 1996, às vésperas do Proes, exatas 64 instituições financeiras estaduais estavam em funcionamento, sendo que mais da metade era composta de bancos. O número total de agências beirava os 4 mil e o de funcionários 134 mil, cerca de 22% do total do sistema em ambos os casos. O conjunto de bancos estaduais era bastante mais alavancado que a média do sistema já em 1988, e provavelmente mais ainda em 1996, quando tinha 17,2% dos ativos totais (23,5% das operações de crédito) e apenas 8,2% do capital. Conforme examinado no Capítulo 6, os bancos estaduais tinham sido um foco especialmente agudo, talvez mesmo decisivo de descontrole monetário, confrontando diretamente o BCB, que nada pode fazer diante da força política por trás dessas instituições. A única “reação” havia sido uma publicação oficialmente distribuída pelo BCB com alguns dos principais números para o segmento, o célebre Voto CMN 737/92, impresso para buscar elevar a consciência do público quanto ao problema, no qual os dirigentes do BCB apresentaram um diagnóstico desolador do segmento. Tristemente, o recurso a uma espécie de “denúncia” pela própria autoridade reguladora apenas fazia mais flagrante a incapacidade de ação da autoridade monetária, e trazia um pedido de socorro. O Voto 737/92 revelava que o conjunto de bancos estaduais tinha patrimônio negativo de US\$ 5,7 bilhões em junho de 1991, US\$ 3,0 bilhões em dezembro de 1991 e US\$ 2,0 bilhões em junho de 1992, números que permitem supor que mais da metade das operações de crédito do segmento, um volume talvez próximo de 8% do total dos ativos do sistema, era composta de empréstimos sem valor, uma proporção nada menos que espetacular e bem reveladora do descalabro com que essas instituições vinham sendo administradas ao longo do tempo. Não se tratava apenas de práticas bancárias inadequadas e critérios políticos de concessão de crédito e de administração das instituições em geral, mas do uso das faculdades de um banco comercial como linha auxiliar de política fiscal, ou de fomento, pelos seus controladores. Conforme observa um estudo, “não se pode ignorar que que várias [dessas] instituições estiveram longe de ser exemplos de eficiência administrativa e não ficaram imunes a operações duvidosas ou mesmo fraudulentas. Entretanto, é simplismo demais privilegiar a corrupção e a má gerência para explicar a situação dos bancos estaduais, deixando em segundo plano o envolvimento com o setor

público”.<sup>179</sup> Na verdade, era como se a razão de ser dessas instituições fosse justamente o financiamento de seus controladores, e nesse assunto específico a Lei 4.595/64 dispunha de maneira reveladora: o Artigo 34, tratando genericamente de instituições financeiras, vedava expressamente “conceder empréstimos ou adiantamentos” a dirigentes, controladores e seus parentes, e dispunha inclusive, em seu § 1, que os empréstimos a “diretores e membros dos conselhos consultivo ou administrativo, fiscais e semelhantes, bem como aos respectivos cônjuges” constituíam crime e sujeitariam “os responsáveis pela transgressão à pena de reclusão de um a quatro anos.” Já no § 2, ficava expresso que a proibição de emprestar a controladores “não se aplica às instituições financeiras públicas”. A assimetria de tratamento entre bancos públicos e privados era flagrante e talvez despropositada mesmo. Em 1986, a Lei 7.492, conhecida como “Lei do Colarinho Branco”, que definia os crimes contra o sistema financeiro nacional, dispôs especificamente sobre os aspectos penais das condutas tratadas no Artigo 34 da Lei 4.595/64 ao definir como crime:

Art. 17 - Tomar ou receber, ... direta ou indiretamente, empréstimo ou adiantamento, ou deferi-lo a controlador, a administrador, a membro de conselho estatutário, aos respectivos cônjuges, aos ascendentes ou descendentes, a parentes na linha colateral até o 2º grau, consanguíneos ou afins, ou a sociedade cujo controle seja por ela exercido, direta ou indiretamente, ou por qualquer dessas pessoas:

Pena - Reclusão, de 2 (dois) a 6(seis) anos, e multa.

Parágrafo único - incorre na mesma pena quem:

I - em nome próprio, como controlador ou na condição de administrador da sociedade, conceder ou receber adiantamento de honorários, remuneração, salário ou qualquer outro pagamento, nas condições referidas neste artigo;

II - de forma disfarçada, promover a distribuição ou receber lucros de instituição financeira.

A relação entre este dispositivo e o disposto da Lei 4.595/64 deixava dúvidas sobre se o Artigo 17 da Lei 7.492/86 era aplicável aos bancos públicos. Tanto que em 1993, o CMN decidiu adotar uma interpretação mais estrita do texto da lei e aprovou a Resolução 1.996/93 determinando ao BCB que comunicasse ao Ministério Público Federal “a ocorrência de quaisquer concessões de empréstimos ou adiantamentos de forma direta ou indireta” por bancos públicos aos governos federal e estadual, suas autarquias, fundações, empresas públicas e sociedades de economia mista. As dúvidas levantadas sobre esta interpretação do Artigo 17 da Lei 7.492/86 levou os ministros da Fazenda e do Planejamento, respectivamente Ciro Gomes e Beni Veras, a consultar a AGU sobre a legalidade da norma. Em parecer assinado pelo procurador Obi Damasceno Ferreira, em seguida aprovado pelo Advogado Geral da União, Geraldo Quintão, foi adotada a tese segundo a qual as instituições públicas *federais* estão cobertas pela exceção determinada pelo § 2 do Artigo 34 da Lei 4.595/64, *mas*

---

<sup>179</sup> Lopreato, 2002, p. 129.

*não as estaduais*<sup>180</sup>. Uma vez aprovado pelo Presidente da República, o parecer tornou-se vinculante para a administração pública federal e assim os bancos federais ficaram excepcionados da vedação. Esta pequena decepção no esforço de colocar os bancos federais, sob controle apenas fez crescer a convicção que teriam que ser trilhados outros caminhos para enquadrar essas instituições em papéis que não representassem ameaça à estabilidade de moeda<sup>181</sup>.

O problema dos bancos estaduais já era crítico bem antes do segundo semestre de 1993, quando a União e o BCB se prepararam para atacar verdadeiramente o problema, e deram início a este tratamento na passagem do mandato dos governadores, em 30/12/1994, quando BCB, usando dos poderes definidos no Decreto-Lei 2.321/87, colocou o Banespa e o Banerj sob o regime de administração especial temporária (conhecido como RAET). Logo em seguida outros três bancos estaduais também foram colocados em RAET: Produban (Alagoas) em 23/01/1995, BEMAT (Mato Grosso) em 06/02/1995 e Beron (Rondônia) em 20/02/1995. O novo governo começava, portanto, com cinco bancos estaduais sob intervenção e com conversas muito difíceis com o controlador do maior deles, o estado de São Paulo, que também discutia o seu endividamento com o governo federal em várias frentes. Neste caso, como o do Rio de Janeiro, os governadores eram aliados políticos do governo, o que facilitou as negociações, a despeito da complexidade dos assuntos, sobretudo com o estado de São Paulo. A conexão entre o problema bancário e o das dívidas estaduais era clara desde o início, e as soluções parciais para a dívida foram abrindo caminho para o assunto mais central para a estabilização, o dos bancos. Quando finalmente em agosto de 1996 foi editada a Medida Provisória 1.514/96 estabelecendo um amplo e ambicioso programa de saneamento para todos os bancos estaduais, o Proes, já se podia interpretar o modelo como a extensão aos outros estados da federação da mesma lógica das combinações arduamente entabuladas com São Paulo. O argumento da isonomia de tratamento era sempre uma dificuldade com as conversas com os estados pois todos sempre demandavam as condições acertadas com o maior estado, o que sempre obtinha concessões. No caso do Proes, entretanto, este problema nasceu resolvido.

---

<sup>180</sup> De acordo com o parecer: “Com razão, aliás, os ilustrados Ministros consulentes quando afirmam inexistir dúvida quanto a se aplicarem às instituições financeiras públicas não federais as normas relativas às instituições financeiras privadas, ... e, em consequência, o acerto da ilação de não aproveitar aos bancos estaduais a exceção do § 2º. Do Art. 34 da Lei 4.595/64, por se equiparem eles, para esses efeitos, a bancos privados. A visão sistêmica da Lei 4.595/64 não autoriza outro remate” (Parecer n. GQ-50/1994 – DOU de 29/12/1994).

<sup>181</sup> Posteriormente o assunto voltou a ser tratado quando a oportunidade se abriu com a LRF, que estabeleceu restrições expressões à realização de operação de crédito entre ente da federação e instituição por este controlada (Art. 36), assunto que se tornou crítico para a reprovação das contas da Dilma Rousseff relativas da 2014 e seu processo de impedimento.

A Medida Provisória 1.514/96 teve 70 reedições até 2001, quando já estava maior e passou a vigorar sob a numeração MP 2.192-70 e ainda hoje não foi transformada em lei. Em sua versão original a mecânica era de uma simplicidade tão grande quanto surpreendente (grifos meus):

### **Medida Provisória 1.514 de 7 de agosto de 1996**

*Estabelece mecanismos objetivando incentivar a redução da presença do setor público estadual na atividade financeira bancária, dispõe sobre a privatização de instituições financeiras, e dá outras providências.*

Art. 1. A redução da presença do setor público estadual na atividade financeira bancária será incentivada pelos mecanismos estabelecidos nesta MP, preferencialmente mediante a privatização, extinção, ou transformação em instituição não financeira ou agência de fomento, de instituições financeiras sob controle acionário de Unidade da Federação. (...)

Art. 3. Para os fins desta MP, poderá a União, a seu exclusivo critério:

I - adquirir o controle da instituição financeira, exclusivamente para privatizá-la ou extingui-la;

II - financiar a extinção ou a transformação da instituição financeira em instituição não financeira ou agência de fomento, quando realizada por seu respectivo controlador;

III - financiar os ajustes prévios imprescindíveis para a privatização da instituição financeira, ou prestar garantia a financiamento concedido pelo BCB para o mesmo fim, segundo normas baixadas pelo CMN;

IV - adquirir créditos contratuais que a instituição financeira detenha contra seu controlador e entidades por este controladas, e refinanciar os créditos assim adquiridos; ou

V - em caráter excepcional e atendidas as condições especificadas no Art. 5, financiar parcialmente programa de saneamento da instituição financeira, que necessariamente contemplará sua capitalização e mudanças no seu processo de gestão capazes de assegurar sua profissionalização. (...)

Art. 5. Nas hipóteses dos incisos IV e V do Art. 3, quando não houver transferência de controle acionário, ou, detendo a Unidade da Federação a maioria do capital social em mais de uma instituição financeira, não houver a transformação de todas elas em instituições não financeiras ou agências de fomento, a participação da União no processo não poderá ultrapassar cinquenta por cento dos recursos necessários, (...)

Art. 10. O financiamento ou refinanciamento concedido com base nesta MP deverá contar com adequadas garantias ou contragarantias, que incluirão, obrigatoriamente, a vinculação de receitas próprias e dos recursos de que tratam os arts. 155, 157 e 159, inciso I, letra a, e inciso II, da Constituição, bem assim, quando for o caso, ações representativas do controle acionário da instituição financeira.

A linguagem da MP era muito direta, pois bem além de um programa de privatização, tratava-se incentivar mais genericamente a redução da presença do setor público estadual na atividade financeira bancária, uma expressão cujo significado era o de efetivamente terminar com os bancos estaduais tal como vinham funcionando. Para isso, a MP oferecia financiamento aos estados para três opções: a extinção (ou transformação em instituição não financeira), a privatização e, excepcionalmente, o saneamento. A adesão era voluntária e se a unidade de federação quisesse optar pelo saneamento (Art. 3, V), e assim manter seu banco, teria que atender às exigências de provisionamento e capitalização pelo BCB, além de obter “parecer favorável da Secretaria do Tesouro Nacional quanto à compatibilidade da situação

fiscal do Estado controlador com o esforço exigido pelo projeto de saneamento da instituição financeira” (Art. 5, parágrafo único, item b). Para esta opção, admitida “em caráter excepcional” (Art. 3, V), a MP autorizava a União a financiar no máximo até 50% dos recursos necessários (Art. 5). As autoridades não vislumbravam que os governadores, ainda que quisessem preservar seus bancos, fossem pedir a seus contribuintes que investissem recursos escassos na capitalização de um banco quando havia tantas outras prioridades a tratar, e principalmente tendo em vista que esse dinheiro viria para fazer frente aos vastos prejuízos anteriores. De fato, a opção resultou factível apenas em alguns estados pequenos e que eram detentores de créditos contra a União que puderam ser utilizados na quitação da sua parcela do saneamento, com exceção do Rio Grande do Sul, que preferiu fazer os sacrifícios necessários. Nos casos de dois outros bancos maiores onde havia resistências a caminhar para a privatização, a Nossa Caixa (São Paulo) e o BESC (Santa Catarina), o caminho foi a absorção pelo Banco do Brasil em condições de mercado.

Outro instrumento muito importante para persuadir os governadores de desistir da atividade bancária era a possibilidade de receber um financiamento de longo prazo para estabelecer no estado uma agência de fomento, que era uma entidade não financeira destinada a funcionar exatamente como uma rubrica orçamentária, sem funções financeiras relevantes e sobretudo sem alavancagem ou captação de recursos junto ao público. Muitos estados fizeram esta opção, como mostra a Tabela 8.7 adiante, assim facilitando a liquidação de diversos bancos.

Para o acesso aos financiamentos para privatizações era preciso estabelecer um caminho sem volta, combinando o depósito ou a desapropriação das ações e uma lei estadual autorizando não apenas a privatização, mas a utilização do produto da venda para quitar dívidas com o Tesouro (Art. 4, I e II). A estrutura de garantias era idêntica à que depois apareceria na MP 1.560/96, posteriormente convertida na Lei 9.496/97 (Art. 10) tratando do refinanciamento global das dívidas dos estados. O total dos desembolsos do Proes atingiu R\$ 61,5 bilhões, a valores históricos, na posição de outubro de 2002 para todos os contratos até então, sendo que R\$ 36,1 bilhões, ou quase 60% do total era para São Paulo. Os quatro maiores tomadores, assim incluindo Minas Gerais, Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul, consumiram cerca de 77% dos recursos desembolsados. As instituições que aderiram ao Proes, cada qual em sua modalidade, podem ser vistas na Tabela 8.7:

Tabela 8.7  
Instituições financeiras estaduais: tratamento pelo Proes, posição em 2002

<u>categoria</u>	<u>instituição</u>
Extintos ou em liquidação	Banacre, Banap, Bandern, Banroraima, Bemat, Beron, Rondonpoup, Caixego, Minascaixa, Produban, Badesc, Bandes, BDGoiás e Desenbanco
Agências de fomento criadas	AP, AM, PR, RO, RR, RN, Badesc (SC), RS, Desenhahia, Goiás Fomento
Agências de fomento a criar	AC, AL, MG, MT, PE e PI
Privatizados pelos estados	Bandepe, Bandepe DTVM, Baneb, Baneb Financeira, Baneb Crédito Imobiliário, Baneb CCVM, Dibahia Baneb DTVM, Baneb Leasing, Banerj, Banestado, Banestado Leasing, Banestado CCVM, Banco del Parana, Bemge, Bemge DTVM, EFI Bemge, Credireal, Credireal CCVM, Crediral Leasing, Paraiban
Privatizados pela União	Banespa, Banque Banespa Internacional, Banesleasing, BEA, BEG, BEG DTVM
Instituições saneadas	Banese, Banestes, Banestes Crédito Imobiliário, Banestes Financeira, Banestes DTVM, Banpará, Banrisul, Banrisul Arrendamento Mercantil, Banrisul CCVM, Nossa Caixa*, BDMG, BEC†, BEC DTVM†, BEP, BESC*, Bescval*, Bescredi*, Bescri*, Bescleasing*

Não incluídos no Proes\* Bandes (ES), BRB, BEB DTVM, BRB Financeira

Fonte: Salviano Junior, 2004, pp. 125-6, complementados pelo autor. \* posteriormente adquiridos pelo Banco do Brasil. † posteriormente privatizado, adquirido pelo Bradesco. \* dois estados nunca tiveram bancos, Tocantins e Mato Grosso do Sul.

Dos cinco bancos estaduais remanescentes - BRB, Banpará, Banese, Banestes e Banrisul – os quatro últimos estão tecnicamente listados em bolsa, o que, em tese, adicionaria mais uma camada de limites e regulações ligadas ao mercado de capitais. Dentre esses, contudo, apenas o Banrisul possui ações em mercado em quantidades relevantes, em razão de uma operação de abertura de capital (IPO) feita em julho de 2007, pela qual o estado arrecadou cerca de R\$ 2,1 bilhões por 30% do banco. Mais adiante, com outro governador (Tarso Genro), o mercado foi acumulando decepções com o Banrisul, parecendo desmentir a teoria que o contato com o mercado de capitais, por conta da transparência diante de investidores e da vigilância pela CVM, evitaria os excessos do controlador. O mesmo problema ocorreu também com a Nossa Caixa, que esteve listada na Bovespa até a sua aquisição e extinção pelo BB, em março de 2009, por conta da operação pelo qual a Nossa Caixa teria pago um preço considerado alto demais pelo contrato para a administração da folha de pagamentos do estado.

O novo nicho de negócios representado pelos empréstimos consignados para o funcionalismo, criados, no seu formato atual, pela Lei 10.820/03, de fato se apresentava muito promissor para os bancos públicos sobreviventes, todos protegidos pela

obrigatoriedade de os entes públicos trabalharem com bancos oficiais para manutenção de suas disponibilidades (em consonância com o disposto na Constituição Federal, Art. 164, § 3) ou para depósitos judiciais. Os empréstimos consignados se tornaram extremamente populares entre funcionários públicos na ativa, e sobretudo entre os aposentados, o que resultou em disparar uma disputa pelo “serviço” de processar a folha, o que criou valor nos poucos bancos estaduais ainda em operação. A novidade não interferiu no ajuste dos bancos estaduais, que já estava praticamente completo quando veio a Lei 10.820/03, e tampouco desviou os bancos estaduais sobreviventes das boas práticas bancárias que foram forçados a adotar posteriormente ao Proes e em razão dos regramentos que vieram da Basileia.

Os bancos estaduais mais importantes foram privatizados, como mostra a Tabela 8.7, que também inclui o Banco Meridional, banco de propriedade da União, criado em 1985 com a estatização dos bancos Habitasul e Sulbrasileiro que estavam sob intervenção do BCB, e colocado no programa de privatização em 1990. O leitor não deve perder de vista que os valores recuperados com a privatização mal cobrem 20% dos prejuízos, ou dos custos para o contribuinte para arrumar o setor, medidos apenas pelos desembolsos ao amparo do Proes.

Tabela 8.8  
Bancos estaduais e federais: privatizações

<u>instituição</u>	<u>data do leilão</u>	<u>comprador</u>	<u>valor†</u>	<u>ágio</u>
Banerj	26.06.1997	Itaú	311,1	0,3%
Credireal	17.08.1997	BCN	134,2	10,9%
Bemge	14.09.1998	Itaú	603,1	92,0%
Meridional	04.12.1997	Bozano Simonsen	265,7	55,0%
Bandepe	17.11.1998	ABN-Amro	182,9	0%
Baneb	22.06.1999	Bradesco	267,8	6,3%
Banestado	17.10.2000	Itaú	1.799,3	346,5%
Banespa	20.11.2000	Santander	7.160,9	287,1%
Paraiban	08.11.2001	Real ABN Amro	79,1	57,7%
BEG	04.12.2001	Itaú	680,8	126,4%
BEM	10.02.2004	Bradesco	82,1	1,0%
BEA	24.01.2002	Bradesco	192,5	5,3%
BEC	21.12.2005	Bradesco	700,0	28,7%
<u>Total</u>			<u>12.459,5</u>	

Fonte: Salviano Junior, 2004, p. 130 e complementado pelo autor.  
<http://www.bcb.gov.br/lid/gerop/instituicoesPrivatizadas.pdf>. † inclui oferta aos empregados e sobras.

Tão importante quanto o processo pelo qual o “passado” ia se resolvendo para os bancos estaduais, pela via da extinção, privatização ou saneamento, era assegurar que não se repetisse o mesmo processo de deturpação dessas instituições, que as transformou em linhas auxiliares do processo de criação de moeda, a serviço de seus controladores. Era fundamental que os bancos estaduais sobreviventes passassem a se comportar como bancos comuns, portanto, sujeitos às mesmas regras válidas para quaisquer outros bancos, o mesmo valendo

para os cinco bancos federais de cujo processo de saneamento trataremos a seguir. Na verdade, tinha-se aqui um pressuposto absolutamente básico da recomposição do sistema monetário no seio da estabilização: separar a atividade bancária, e conseqüentemente a criação de moeda bancária, da execução da política fiscal, além de concentrar os poderes pertinentes à política monetária e também à supervisão bancária, no BCB. Agregue-se a isso que não se tratava de extinguir o fomento, conforme atestado pelo incentivo à formação de agências com este fim nos estados, mas de aloca-lo ao terreno das contas fiscais, ou seja, fora do sistema bancário.

É nesse momento que se deve assinalar a absoluta essencialidade da introdução das regras do Primeiro Acordo de Basileia, de que falamos ao final do Capítulo 4, uma codificação internacional bastante detalhada sobre o que a tradição regulatória brasileira designava como “boa prática bancária”, e que vinha se disseminando velozmente pelo mundo a partir da influência dos principais bancos centrais do planeta coordenados em torno do BIS. O Brasil entrara para o Comitê de Basileia e em seguida para o quadro de sócios do BIS na segunda metade dos anos 1990 e rapidamente buscou se integrar aos melhores padrões internacionais de regulação e supervisão bancária que daí emanavam. Abria-se aí uma extensa e diversificada agenda de providências modernizadoras no sistema financeiro que não poderia ter chegado aqui em momento mais oportuno. Não apenas o Plano Real havia livrado o país da névoa que dificultava o enquadramento do país em qualquer norma financeira internacional, como no terreno mais específico dos bancos, os processos de reestruturação (*bail out*) afetando bancos estaduais, federais e privados, estaria a exigir uma mudança substancial no *modus operandi* das instituições remanescentes de modo que a não trazer incentivos para a reincidência em velhas práticas no momento seguinte à reestruturação. A estrita implementação das regras de Basileia nos bancos públicos era uma garantia de que não haveria *moral hazard* em decorrência do Proes e do saneamento dos bancos federais. As mesmas regras valiam, evidentemente, para os bancos privados para os quais não houve propriamente *bail out* através do Proer, como adiante se explica.

Dentre as muitas novidades no terreno da regulação bancária trazidas pela estabilização, talvez a mais relevante para o problema brasileiro com bancos públicos era a inversão de foco da supervisão bancária, que passava a se concentrar em entender o ativo e seus riscos, e a partir daí, e em proporção, determinar um nível mínimo de capital para os bancos. Tinha-se, na verdade, de uma nova e poderosa abordagem para a supervisão bancária cuja ênfase nos requisitos de capital introduzia uma filosofia que afrontava diretamente a ideia de bancos públicos impulsionados a partir de vontade política, ou de suprimentos de

qualquer combustível que não estivesse definido em uma alocação de capital em dinheiro. Embora as motivações fiscais não fossem prioritárias dentro da nova sabedoria regulatória chegando no Brasil na segunda metade dos anos 1990, sua aplicação no território dos bancos públicos assumia papel absolutamente essencial para destruir na prática o conceito que evoluiu a partir do sistema proposto pelo projeto Correa e Castro e que havia degenerado no descontrole da criação de moeda no Brasil.

A norma que introduziu as novas exigências de capital foi a Resolução 2.099/94, pela qual o CMN determinou às instituições financeiras em funcionamento no País “a manutenção de patrimônio líquido ajustado em valor compatível com o grau de risco das operações ativas das instituições financeiras”. De acordo em essas regras, cada item do ativo passava a receber um fator de ponderação de risco – 0%, 20%, 50% e 100% –, sendo que o capital mínimo exigido era definido como um percentual aplicado sobre o resultado dessa ponderação. A menor ponderação cabia aos recursos em caixa, ou em título federais líquidos, e as maiores às operações de crédito e às chamadas “moedas podres” (que *também* eram títulos federais). Nesta primeira rodada o capital mínimo foi fixado na proporção de 8%, elevando-se posteriormente para 10% em 1997 e 11% em 1998. A dinâmica de enquadramento de diferentes itens foi muito importante nos primeiros anos, quando uma variedade imensa de outros ativos e riscos tiveram que receber tratamentos mais elaborados, conforme entendimentos que foram evoluindo sobre riscos de crédito, de mercado, de liquidez, dentre muitos outros, e ao sabor dos aperfeiçoamentos posteriores do Acordo de Basileia<sup>182</sup>.

Os problemas encontrados no enredo relativo ao ajuste nos bancos estaduais e sua adaptação à nova disciplina de Basileia eram exatamente os mesmos com os bancos federais, especialmente BB e CEF, sendo certo que eram duas metades de um mesmo tema absolutamente essencial para a reconstrução monetária empreendida pelo Plano Real e pesadamente dependentes uma da outra. A União não poderia exigir dos estados algo que não estivesse praticando, e este era efetivamente o caso pois cabia à União dar o exemplo aos estados no plano dos ajustes e da gestão, e efetivamente, os bancos federais tinham começado a receber um tratamento diferenciado desde o PAI, quando se criou o COMIF, Comitê de Coordenação Gerencial de Instituições Financeiras Públicas, a partir do qual o Ministério da Fazenda mantinha estrito controle sobre estas instituições. A ideia de submeter os bancos federais aos rigores da supervisão bancária do BCB estava muito claramente

---

<sup>182</sup> Um exemplo ilustrativo interessante, e que logo se tornou lapidar, foi o do tratamento dado a créditos tributários, amiúde encontrados numa parcela muito grande dos ativos, e que passou a ter peso de 300%, a ser observado em etapas até o final de 2000.

enunciada no PAI, mas não foi sem atrito que o BCB iniciou a rotina de IGCs (Inspeções Gerais Consolidadas) nessas instituições. Jamais tinham ocorrido inspeções desse tipo em instituições financeiras federais. O BB tinha sido ‘autoridade monetária’ durante anos a fio, inclusive com responsabilidades por supervisão bancária. Desde a criação do CMN pela Lei 4.595/64 até julho de 1994 o BB teve assento neste conselho, e durante as duas décadas anteriores, o conselho da SUMOC era dominado pelo BB. Os outros quatro bancos federais (CEF, BNDES, BASA e BNB) também tinham representantes no CMN em julho de 1994, de modo que, neste momento, os bancos federais possuíam cinco vezes mais votos que o BCB no CMN. A partir de 1 de julho de 1994, com a alteração na composição do CMN determinado pela MP 541/94, com a nova filosofia sobre bancos públicos e com o fim da hiperinflação começava um novo e interessante capítulo na vida dos bancos federais, e do BB em particular.

No ano de 1995, o primeiro sem inflação elevada e na vigência da nova disciplina regulatória, o BB registrou um prejuízo de R\$ 4,2 bilhões, assim consumindo mais da metade de seu patrimônio, que em dezembro de 1994 registrava R\$ 6,8 bilhões. Era um prejuízo recorde, sobre o qual o presidente do BB, e ex-presidente do BCB, Paulo César Ximenes, declarou: “tivemos coragem de mostrar a verdade”.<sup>183</sup> Juntamente com o anúncio desses números, em março de 1996, foi editada a MP 1.367/96 pela qual o Poder Executivo ficava autorizado a subscrever um aumento de capital no BB no valor de R\$ 8,0 bilhões mediante a emissão de NTNs de determinado tipo e também a empreender ajustes referentes a diversas situações onde o Tesouro deveria ressarcir o BB por ter assumido responsabilidades que não lhe pertenciam, ou por serviços prestados sem remuneração. Essas situações compreendiam o pagamento de comissões pela atuação do BB como agente financeiro do governo federal e por serviços prestados na área de comércio exterior, bem como pela equalização de juros no financiamento da Linha Vermelha no Rio de Janeiro e relativos ao projeto Jari, por diferenças relativas ao PROAGRO, pela aquisição das chamadas “polonetas” e pelas despesas com o PNLCC (Programa Nacional do Leite para Crianças Carentes). A listagem é útil como evidência de que se tratava de um tardio acerto de contas por prejuízos do BB ao atuar em nome do Tesouro, quase como um segundo aumento de capital. Era o velho problema da separação de funções, dentro do BB, de agente do governo e de banco comercial. Desde a época das “carteiras” de que tratamos no Capítulo 6 e da centralização cambial de que tratamos nos capítulos 3 e 4, o BB desenvolveu formas de resolver ou ocultar

---

<sup>183</sup> “O maior prejuízo da história bancária” Exame, 27/03/1996.

os conflitos de interesses presentes na confusão das funções acima aludidas, e mesmo tirar vantagem da situação. O ápice desse estranho relacionamento, e o arranjo que assinalou a degeneração de todas as situações anteriores, foi a conta movimento, de que falamos no Capítulo 6, extinta em fevereiro de 1986. É interessante notar que na Exposição de Motivos que encaminhava a MP 1.367/96 a extinção da conta movimento dez anos antes ainda era mencionada com destaque:

De lembrar, a propósito, que a Conta de Movimento dava ao Banco do Brasil condições de operar independentemente de suas disponibilidades de caixa, já que, a rigor, quando necessários, os recursos eram automaticamente aportados pelo Banco Central, sob a égide do Orçamento Monetário. Uma vez eliminada aquela sistemática, em fevereiro de 1986, caberia ter sido definida, à época, nova forma de sustentação das atividades que o Banco continuaria a exercer – o que vem fazendo até os dias de hoje – na qualidade de principal agente financeiro do Tesouro Nacional. Tal, no entanto, não ocorreu. ... Por outro lado, não se atentou para o fato de que, a partir da extinção da Conta de Movimento, somente se justificaria a preservação do banco, como sociedade de economia mista, se a ele fossem dadas condições plenas de competir com o mercado – sem as amarras de entidade pública – atuando sob regras privadas, porquanto inserido num contexto econômico onde só sobrevivem as instituições rentáveis. Isto, naturalmente, traduziu-se num desempenho insatisfatório da Empresa que só se tornou óbvio com a estabilidade econômica, quando as deficiências afloraram espontaneamente.

Há dois enredos a segregar nesse assunto, de um lado há a questão da rentabilidade e eficiência do BB, onde não parece ter havido muito progresso de 1986 até este momento, e de outro, as atividades exercidas em nome do Tesouro. Note-se que a MP 1.367/96 determinava uma série de ressarcimentos *adicionalmente* ao aumento de capital, de modo que o problema maior parecia residir em prejuízos na atividade bancária propriamente dita, onde prevalecia o excesso de pessoal e de agências, bem como os embaraços à boa gestão típicos das empresas públicas, expressamente admitidos no trecho acima. No primeiro semestre de 1996 o prejuízo apurado foi de R\$ 7,6 bilhões, quase igual ao valor integral do aumento de capital, na ausência do qual o patrimônio do BB teria entrado profundamente no terreno negativo. Uma avaliação ao mesmo tempo curiosa e reveladora do que se passava no BB é uma que observa que a alteração na forma de gestão no BB culminando com a capitalização “sinalizava a criação de uma nova cultura de crédito, distanciando-se dos critérios, até então preponderantes, de atendimento das demandas para atividades de fomento de setores ou empresas em dificuldades de acesso a crédito no mercado – neste sentido, exercendo a função de prestador de penúltima instância (sic). Caminhou-se efetivamente para a adoção de uma cultura de crédito muito similar àquela adotada pelos bancos privados que tornou preponderante a valorização do capital (sic), ponderado o risco, para o estabelecimento de condições gerais de crédito e realização de operações com clientes”.<sup>184</sup> Tem-se aqui uma

---

<sup>184</sup> N. L. Jung, 2004, *apud* Andrade & Deos, 2007, p. 14.

interessante descrição da forma exótica como o BB funcionava até aquele momento, fazendo parecer que a normalidade em matéria de boas práticas bancárias era uma imensa e revolucionária inovação. Igualmente exótico, pouco mais de uma década depois, é ver ressuscitada a doutrina sobre a necessidade da “atuação anticíclica” dos bancos públicos, sob os auspícios de Dilma Rousseff, embora funcionando apenas quando se trata de expandir.

A reorganização do BB, diante da sua bancarrota, era um capítulo essencial da estabilização, sendo certo que o governo federal precisava, especialmente nesse caso, tomar uma providência compatível com o que vinha exigindo dos estados. A força política dos interesses corporativos aglutinados em torno do BB já havia sido decisiva para questões monetárias em outros momentos no passado, como extensamente documentado ao longo desse volume. Uma vez mais o BB se encontrava no centro das definições sobre a estabilidade da moeda. O governo efetivamente reconhecia que o BB “quebrou”, um evento chocante para muitos e que mexia com os simbolismos referentes a instituições públicas tidas intocáveis. Valia para esta situação o comentário de Machado de Assis numa crônica de novembro de 1900, quando já havia entrado em liquidação o Banco da República do Brasil: “não há bancos eternos. Todo banco nasce virtualmente quebrado; é o seu destino, mais ano, menos ano. O que nos deu a ilusão do contrário foi o finado Banco do Brasil ... Vimos que não foi”.<sup>185</sup>

O anúncio de março de 1996, pouco menos de um século depois, teve profunda influência para a população em geral bem como para acionistas acostumados com a regularidade dos dividendos que, a rigor, vinham sendo pagos a partir de lucros que não eram propriamente reais, exatamente como descrito por Machado de Assis para o “acionista” que tanto aparece em suas crônicas<sup>186</sup>. Essas providências serviram muito bem como “efeito demonstração” para que os estados compreendessem a responsabilidade do acionista controlador e também para que o contribuinte entendesse a origem em última instância do capital dos bancos públicos. Interessante também era atinar para o fato de o BB encerrar mais uma etapa de sua existência sob o comando da instituição contra a qual sempre se bateu e que acabou saindo de suas costelas com imensa dificuldade ao longo de tantos anos de afirmação. Talvez nada pudesse ser mais significativo da ascendência do BCB à posição de instituição responsável pela moeda nacional que o enquadramento do BB à disciplina de Basileia, inclusive através de uma determinação de capitalização atendida pelo Tesouro.

---

<sup>185</sup> *Apud* Franco, 2008, p. 242.

<sup>186</sup> Ver Franco, 2007, *passim*.

Os outros bancos federais não enfrentaram urgências comparáveis até 2001 quando foi editada a MP 2.155/01 instituindo o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais e autorizando a criação da EMGEA (Empresa Gestora de Ativos) para a administração de ativos de difícil cobrança retirados dos balanços dessas instituições. Essas providências estão suficientemente distantes do Plano Real para permitir que se diga que integravam a “mudança de regime” de que falamos no começo dessa seção. Mas certamente representavam uma indicação importantíssima da continuidade da disciplina implantada nos primeiros anos do real. A exposição de motivos da MP 2.155/01 observou que inspeções conduzidas pelo BCB (IGCs) identificaram “grave desequilíbrio patrimonial” no BB, CEF, BNB e BASA e a solução proposta era, novamente, a combinação de diversos ajustes para situações onde o Tesouro assumiu obrigações que lhe pertenciam, e de capitalização em diferentes montantes: cerca de R\$ 9,0 bilhões na CEF sob a forma de remissão de dívida junto ao BCB, R\$ 2,0 bilhões em dinheiro para o BNB e R\$ 850 milhões em dinheiro no BASA. Com essas capitalizações estas instituições enquadravam-se nas determinações da Basileia no tocante ao capital social, das quais não mais se afastariam no futuro.

Outro passo fundamental para a reorganização do sistema bancário, sem o qual a estabilização poderia estar seriamente ameaçada, foi a resolução dos problemas com os bancos privados, onde uma crise generalizada e de características sistêmicas parecia se desenhar, assunto que compreendeu inúmeras iniciativas, a mais conhecida e discutida o Proer (Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional) criado pela MP 1.182/95, MP 1.179/95, depois convertida na Lei 9.710/98, e pela Resolução 2.208/95. Também parte desse esforço foi a criação do FGC (Fundo Garantidor de Créditos) como associação civil sem fins lucrativos conforme autorizado pela Resolução 2.127/95. Como o mecanismo de seguro de depósitos previsto no Art. 192 da Constituição permanecia pendente de regulamentação, tal como os juros reais de 12%, o FGC teve que ser criado como associação privada e sem acesso a recursos públicos como os que já existiam para fins assemelhados como os do FGDLI (Fundo de Garantia dos Depósitos e Letras Imobiliárias, que servia como garantia para os depósitos de poupança)<sup>187</sup> e do Funcheque, que recolhia recursos recolhidos no processamento de cheques devolvidos para uso no “a promoção do uso adequado do cheque”.

---

<sup>187</sup> A Resolução 2.197/95 que criou o FGC determinou a transferência do patrimônio do FGDLI para o FGC, mas uma medida liminar concedida pelo STF na Adin 1.398/96 suspendeu a transferência. Anos depois, o Despacho do STF90.241/2003, de 03.12.2003, tornou sem efeito a referida liminar.

Com o que hoje se sabe sobre os custos fiscais decorrentes de crises bancárias de natureza sistêmica a partir da crise de 2008, é bem mais fácil entender a importância estratégica do Proer e das outras iniciativas do BCB para evitar a deflagração de uma crise aberta. A estabilização trouxe problemas para os bancos que eram do tamanho da importância que a inflação tinha tido para seus lucros, não havendo um pingão de dúvida sobre o caráter sistêmico da ameaça, inclusive em vista do panorama desolador do lado dos bancos públicos, federais e estaduais. A supervisão bancária trabalhou intensamente para produzir os ajustes nas instituições problemáticas, compreendendo provisões e capitalização, mas incluídas também vendas, cisões, incorporações e a administração seletiva das permissões para elevação da participação estrangeira no sistema financeiro nacional<sup>188</sup>, bem como a instituição de regimes especiais. Entre julho de 1994 e maio de 1997, exatas 40 instituições foram colocadas nos regimes de intervenção e liquidação previstos na Lei 6.024/74, ou no RAET (DL 2.321/87), sendo que 28 casos entre junho de 1994 até o fim de 1995<sup>189</sup>, e 27 outros bancos foram vendidos ou incorporados sem a utilização de recursos do Proer<sup>190</sup>. Coube ao Proer a tarefa de lidar com os casos onde era necessário fornecer algum financiamento para a resolução de bancos de relevância sistêmica e que não encontravam compradores ou que não pudessem ser capitalizados pelos seus controladores. O programa atendeu sete casos onde desembolsou R\$ 20,4 bilhões, sendo R\$ 14,0 bilhões para operações com bancos grandes, R\$ 5,0 bilhões para financiamento da compra de carteiras hipotecárias (a maior parte desses bancos grandes) e R\$ 1,2 bilhão para bancos pequenos. Na posição de dezembro de 2002, a dívida decorrente das operações Proer era de R\$ 13,1 bilhões e as instituições envolvidas deviam adicionalmente R\$ 14,6 bilhões à reserva bancária. Tendo em vista as garantias e valores das massas em liquidação, o BCB havia provisionado R\$ 8,8 bilhões<sup>191</sup>. Goldfajn *et alii* estimam que o custo fiscal desse programa atinja 0,88% do PIB, contra 5,68% relativos ao Proes e 2,1% decorrentes das capitalizações dos bancos federais.<sup>192</sup>

---

<sup>188</sup> A Exposição de Motivos n. 311, de 23 de agosto de 1995, aprovada pelo Presidente da República, estabelecia que era do interesse do governo brasileiro o aumento da participação estrangeira no sistema bancário nacional, tendo em vista o quadro de ajustes pelo qual vinha passando o sistema. Considerando a posição de junho de 2002, os bancos estrangeiros atingiram 30,3% dos ativos do sistema, contra 8,7% em 1993. Nesse período os bancos federais caíram de 39,3% para 29,5%, os estaduais de 11,7% para 3,9% e os privados de controle doméstico de 40,4% para 36,2%, *cf.* Goldfajn *et al.*, 2003, p. 8.

<sup>189</sup> Goldfajn *et al.*, 2003, p. 13.

<sup>190</sup> Mendonça de Barros & Almeida Jr, 1997, pp. 317-318. Para o período que vai de julho de 1994 a dezembro de 1998, o número de instituições em regimes especiais aumenta para 48, de acordo com Maia, 1996, p. 111.

<sup>191</sup> Maia, 2003, pp. 7-8.

<sup>192</sup> Goldfajn *et al.*, 2003, p. 19.

O Proer, juntamente com as outras medidas tomadas pelo BCB, resultou extremamente eficiente e econômico como programa de resolução de crises bancárias – basta refletir um segundo sobre os custos da crise de 2008 – em razão de algumas características singulares das instituições brasileiras e do programa em especial. Em primeiro lugar é preciso destacar duas características dos regimes especiais criados pela Lei 6.024/74, de um lado, o tratamento extrajudicial das instituições sob intervenção ou liquidação, e, de outro, e da maior importância, o rompimento da proteção associada ao princípio da responsabilidade limitada para dirigentes e controladores de instituições financeiras nesses regimes. O Proer continha diversos instrumentos em diversos tópicos, o principal deles as linhas de financiamento para a aquisição de ativos e assunção de passivos de instituição sob regime especial, invariavelmente num contexto de cisão que deixasse o acionista original, bem como os dirigentes da instituição sob intervenção, associados a esta, inclusive com seus patrimônios pessoais, e levasse os ativos saudáveis e obrigações com o público para outra instituição que operasse dentro da normalidade. Este modelo de cisão entre a instituição problemática (normalmente designado como “banco ruim” ou *bad bank*) e outra abrigando os ativos de boa qualidade e depositantes (o “banco bom” ou *good bank*) não era propriamente novidade no contexto internacional, mas combinado à suspensão da proteção conferida pela responsabilidade limitada aos acionistas e dirigentes no *bad bank*, resultava em eliminar a percepção de *moral hazard* ou de impunidade que costuma ser o grande pesadelo dos programas de resolução de problemas com bancos<sup>193</sup>. Os detalhes operacionais não pertencem propriamente a este estudo, mas não se pode deixar de realçar a importância de um bom regime de resolução bancária, e mais genericamente a saúde do sistema bancário, para a recomposição do sistema monetário nacional que vinha ocorrendo nesses anos.

Em resumo, as providências estruturantes detalhadas nesta seção, que se concentrou naquelas pertinentes à construção institucional do sistema monetário, cumpriram seu papel de transmitir à sociedade a ideia que se estabelecia um novo regime de políticas macroeconômicas, ainda que a presença de superávits primários de tamanho relevante apenas tenha se observado depois do acordo com o FMI em 1998. Mesmo sem afetar o desfecho da estabilização, a demora foi custosa, sobretudo quando aferida pelos acréscimos na dívida pública observados do início do Plano Real até o momento em que a dívida pública se estabiliza após 1999. A dívida líquida do conjunto Tesouro e BCB praticamente triplica de

---

<sup>193</sup> Ver Franco & Rosman, 2010 para uma discussão sobre as inovações brasileiras face às soluções adotadas nos EUA depois da crise de 2008.

janeiro de 1994 a janeiro de 1999, passando de 9,4% a 30,0% do PIB, em decorrência de múltiplas influências: despesas elevadas com juros, superávits primários inexistentes ou diminutos, além de choques como a flutuação cambial e os ajustes patrimoniais (reconhecimento de “esqueletos”), parcialmente compensados com as receitas de privatizações<sup>194</sup>. O impacto das despesas com juros, mesmo considerando os excessos causados pelas exigências da política monetária, é grande a ponto de sugerir que o país podia estar próximo de uma espécie de um endividamento “bola de neve” e diante de um problema crítico para o futuro. Esta é uma de muitas formas de se perceber o tamanho do problema fiscal subjacente ao fenômeno da hiperinflação e cuja existência muitos se empenhavam em negar. Essas indicações estariam a recomendar a manutenção de vários anos seguidos de superávits primários expressivos a fim de fazer cair a razão dívida/PIB e estabelecer a sustentabilidade financeira e fiscal do Estado em melhores termos. Na verdade, foi exatamente isso o que se passou depois de 1998, sob a égide do acordo como o FMI e do “tripé”. Eram bons desígnios, e um desfecho muito positivo para os dramas narrados nesse capítulo.

Entretanto, é importante não perder de vista que aí se iniciava um novo desafio para as finanças públicas brasileiras, o de viver dentro de seus próprios meios, na ausência dos inúmeros “auxílios” advindos da inflação e das práticas de repressão financeira. Esta nova realidade, sobretudo face ao pesado endividamento herdado da experiência anterior de inflação elevada e estabilização, e também de obrigações do Estado que a inflação fazia desaparecer, requeria um notável esforço de adaptação e ajuste, inclusive nas mentalidades. Não há dúvida o acordo com o FMI foi o divisor de águas para este novo equilíbrio, mas esta mesma conexão entre os superávits e o FMI, e também com o Plano Real e com o presidente Fernando Henrique, pode ter conferido à equação fiscal que prevaleceu entre 1998 e 2009 a enganosa impressão de se tratava de um interlúdio excepcional determinado por uma anormalidade, ou que era uma opção partidária ou ideológica, e não uma postura permanente. Os superávits foram mantidos por um bom tempo, mas não sem tensões e tampouco se podia dizer que não estava latente uma certa “psicologia transgressora” das autoridades ordenadoras de despesa a enxergar o financiamento de déficits através de “fonte 144” (emissão de títulos da dívida pública, na linguagem do orçamento público) tal como se fossem realmente “receitas de capital”, conforme sua denominação pelos técnicos em

---

<sup>194</sup> Para estudos específicos sobre os fatores condicionantes da dívida pública brasileira nesses primeiros anos do real ver Bevilaqua & Garcia, 2002, que cuidam do período 1995-2000 e Pêgo Filho & Pinheiro, 2004, que tratam do intervalo entre janeiro de 1996 e junho de 2003.

orçamento. O financiamento inflacionário de déficits, no ambiente anterior a 1994, ocorria por gravidade ou omissão, sem que ninguém tivesse que autorizar ou determinar a ocorrência de inflação, e, ainda melhor, não deixava qualquer vestígio, com isso querendo dizer que a inflação reduzia compromissos nominais a pó, de forma irretratável. A inflação funcionava como um incêndio que destruía a matéria de que era feito o conjunto de obrigações do Estado inscrito no orçamento, e como um gigantesco aumento da entropia social. O contraste é absoluto com o que passa depois de 1994 quando essas matérias não podem mais ser destruídas da mesma maneira e o financiamento do que excede os recursos providos pela tributação deve ser feito através de endividamento. Os excessos não estão mais sujeitos à combustão, apenas são transferidos para o futuro, na forma de dívida adicional, a ser paga em termos onerosos e tanto mais quando maiores os pagamentos adiados. A irresponsabilidade fiscal deixa de ser resolvida pela inflação de forma instantânea, tal como se fosse consumida pelas chamas, e passa a ter uma existência prolongada, na forma de dívidas, e a funcionar num registro intertemporal, intermediada pela taxa de juros. Ficava, assim, estabelecida, uma vez superado o inflacionismo, uma nova conexão entre as tensões fiscais do presente e os termos de troca entre o presente e o futuro, ou o “preço do amanhã”. O país do futuro tinha diante de si um desafio inteiramente novo, como teremos a oportunidade de discutir no próximo capítulo.