

¿CÓMO BRASIL PUSO FIN A UN PROCESO DE INFLACIÓN GALOPANTE EN LOS 1990s?

Una Crónica del Plan Real

Leonardo V. Vera
Profesor Titular

Universidad Central de Venezuela
FACES, Escuela de Economía,
Ciudad Universitaria, Caracas 1060
leoverave@gmail.com

Diciembre 2017

1. PROLEGÓMENO

Durante buena parte del siglo XX, América Latina se convirtió en el más interesante laboratorio de observación mundial de complejas experiencias inflacionarias. El material de estudio, amplio en experiencias y diverso en su naturaleza, brindaba la posibilidad de evaluar programas fallidos como exitosos. Casos de inflaciones crónicas y de dos dígitos se observaron desde los años 1950s y por varias décadas en Colombia, México, Perú, Brasil, y en los países del Cono Sur. Otros casos de aceleraciones inflacionarias prolongadas se dieron en Brasil, Argentina y Uruguay; y aunque las hiperinflaciones no llegaron a los niveles extraordinarios observados después de las guerras mundiales en los países de Europa del Este y Central, casos agudos y de corta duración se observaron en los años ochenta y noventa en Nicaragua, Perú, Bolivia, Argentina y Brasil.

Pero hacia finales de los años 1990s la gran mayoría de las amenazas inflacionarias del sub-continente habían sido conjuradas. En el año 2000, la tasa de inflación promedio de América Latina llegó a 9%, después de haber alcanzado una década atrás 1.118%. Ya, entonces, la economía mundial había entrado en un proceso generalizado de desinflación, y una onda expansiva comenzó a atravesar los bancos centrales del sub-continente sugiriendo, con sustantivo éxito, el manejo de la política monetaria bajo regímenes de metas de inflación para mantener las resacas inflacionarias a raya.

Entre las desinflaciones más espectaculares que viera la región en los años 1990s una ocurrió en Argentina y otra en Brasil. Ambos países experimentaban procesos de aceleración inflacionaria en medio de grandes esfuerzos por consolidar la transición a la democracia.

En el caso de Argentina la estrategia que exitosamente se empleó para combatir la aceleración inflacionaria fue muy publicitada y conocida. La llamada Ley de Convertibilidad, aprobada por el Congreso en marzo de 1991, permitió poner un ancla sobre los agregados monetarios amarrándolos a las tenencias de activos externos del Banco Central y resolvió darle una paridad 1:1 al peso argentino con el dólar, imponiendo así una férrea disciplina monetaria y fiscal (al menos transitoriamente),

con un éxito inmediato sobre la inflación. Mucho menos conocida fue la estrategia para revertir el ritmo creciente de los precios empleada por Brasil a partir del año 1994, en lo que se conoció como el Plan Real.

Como intentaremos ilustrar, la experiencia del Plan Real puede ser iluminante en la búsqueda de lecciones para Venezuela. Brasil al igual que Argentina y Venezuela vivió un largo período de inflación crónica, pero con un componente inercial en el proceso inflacionario que guarda ciertas semejanzas con la persistencia inflacionaria que muchos estudios empíricos encuentran para Venezuela. Por lo demás, al momento de iniciar su plan de estabilización Brasil venía de un proceso de aceleración sostenida en la tasa de inflación por más de tres años, justamente el tiempo que ya lleva Venezuela mostrando aceleración en la variación de los precios. Lo interesante del programa anti-inflacionario brasilero es que pudo lidiar exitosamente con ambas facetas: la inercia y la aceleración, sin generar en el camino una recesión, y logrando consolidar hacia adelante un nuevo régimen de baja inflación.

Esta breve nota técnica está animada a revisar históricamente y recoger los elementos más relevantes que ayudaron a consolidar la exitosa ejecución y resultados del Plan Real. El ejercicio no deja de ser útil para la Venezuela de hoy que se mueve y sobrevive escasamente en una dinámica de incrementos en los precios no vista en el pasado; con un gobierno que increíblemente no tiene un programa anti-inflacionario.

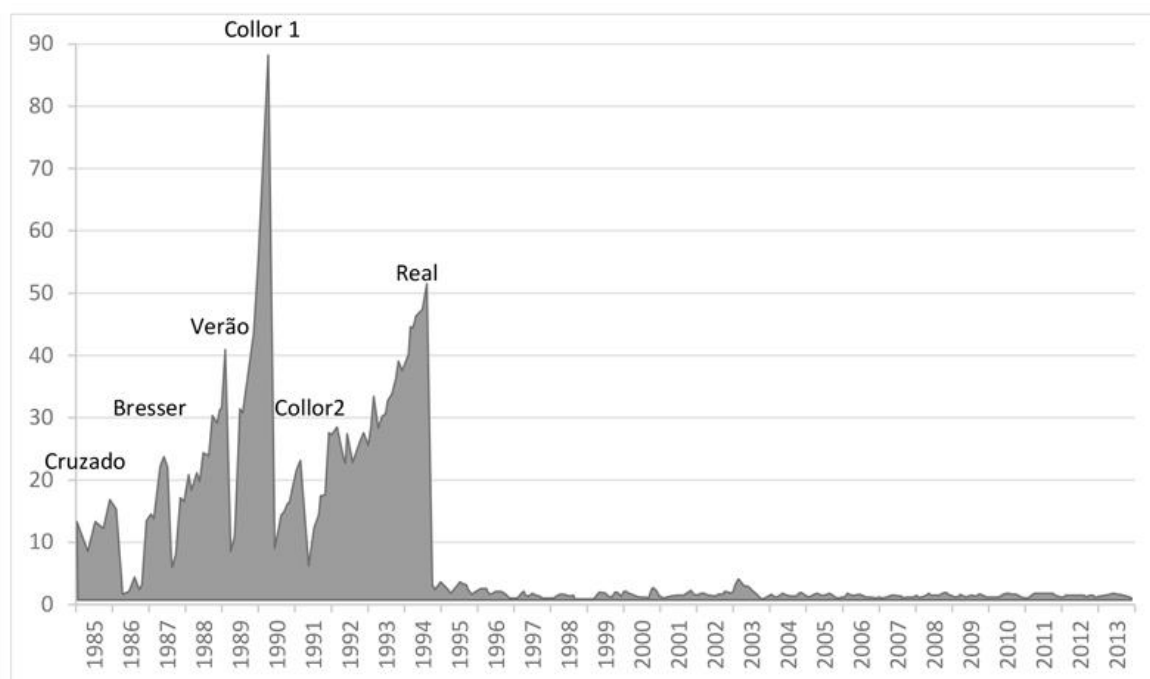
2. LA SITUACIÓN PREVIA AL PLAN REAL

Brasil retorna plenamente a la democracia en 1989 cuando Fernando Collor de Mello, candidato del pequeño Partido da Renovação Nacional, fue elegido Presidente en las primeras elecciones directas celebradas en el país desde el año 1964. Pero el gobierno de Collor de Mello duró hasta 1992, cuando éste se ve obligado a renunciar luego de haber sido sometido a un proceso de impugnación por escándalos de corrupción vinculados al tesorero de su campaña electoral, Paulo César Farias. El Vice-Presidente, Itamar Franco, un político de bajo perfil, asume su lugar en Octubre de 1992, con el compromiso constitucional de gobernar hasta el 31 de diciembre de 1994. Su gobierno rápidamente recibió el apoyo de una amplia alianza de partidos políticos de centro-

izquierda para poder garantizar la gobernabilidad y la sucesión constitucional. Entre los que acudieron en apoyo destacó el Partido de la Social Democracia Brasileña (PSDB), uno de cuyos dirigentes, el senador Fernando Henrique Cardoso, desempeñaría cargos claves en la administración de Franco; primero, como Ministro de Relaciones Exteriores, y después como Ministro de Hacienda del nuevo Gobierno.

Itamar Franco no sólo tenía un gran reto político por delante: llevar a feliz término y sin contratiempos a un gobierno desacreditado por la crisis política y económica, pero en fin, el primer gobierno en décadas elegido en elecciones directas. Debía además hacerlo en medio de una gravísima crisis económica, con una economía en desaceleración, y peor aún, no más asumía la presidencia, con una inflación de 23 por ciento al mes. Brasil había intentado, en el largo interludio que abrió espacio para la transición hacia la democracia, cinco planes anti-inflacionarios, y aunque en todos estos planes (como puede verse en la figura N°1) la tasa de inflación cedió en las primeras de cambio, meses más tarde el fenómeno regresó con renovado vigor.

Figura N° 1 – Tasa de Inflación mensual del IPC (Enero 1985 a Diciembre 2013)



Fuente: Fabio Sá Earp, Eduardo F. Bastian e André de Melo Modenesi (2014)¹

¹ Fabio Sá Earp, Eduardo F. Bastian e André de Melo Modenesi (2014) *Como vai o Brasil? A economia brasileira no terceiro milenio*, Ímã Editorial, UFRJ, Rio de Janeiro.

Franco pasó seis meses en inacción, moviendo piezas de su gabinete de un lado a otro, sin ninguna orientación clara. Mientras tanto, en los establecimientos comerciales los precios cambiaban diariamente. Su más seria dificultad fue concebir una estrategia económica contra la crisis inflacionaria y encontrar una cabeza fría que liderara un plan económico. Después de haber removido a 3 ministros de Hacienda, en Mayo de 1993 nombra a Fernando Henrique Cardoso (FHC) como titular de la cartera.

FHC, llegó al ministerio de Hacienda con un propósito concreto; diseñar una estrategia de estabilización. Poseedor de un aura política e intelectual indiscutible, Cardoso carecía sin embargo de los conocimientos técnicos para diseñar una estrategia por sí sólo. Consciente de la gravedad del problema inflacionario, reunió a un grupo de economistas que gravitaban alrededor del PSDB y que, en su mayoría, habían pasado buena parte de su vida académica en la Universidad Católica de Río de Janeiro (PUC/RJ) analizando el problema inflacionario brasileiro. Entre otros, Persio Arida, André Lara Resende, Pedro Malan, Edmar Bacha, Gustavo Franco y Winston Fritsch se unieron al equipo de Cardoso.

Persio Arida y André Lara Resende habían desarrollado 10 años antes la tesis de que un sistema de indexación desincronizada en los precios había llevado al Brasil a exhibir un grado de inercia en la inflación que tenía que ser encarado con la introducción de lo que ellos llamaron “moneda indexada”.² Un choque monetario ortodoxo, la confiscación de fondos líquidos, o el congelamiento en los precios y salarios, estrategias antes empleadas en Brasil, no hacían el trabajo pues no podían lidiar con el componente inercial de la inflación. En contraste, una nueva unidad de cuenta indexada a la inflación y cuya tasa de conversión con respecto a la moneda oficial se actualizaba diariamente en función de la misma tasa de inflación, generaría la sincronización en los ajustes de precios requerida para tumbar abruptamente la inflación. La unidad de valor indexada no sustituiría al cruzeiro como medio de pago pero si como unidad de cuenta y reserva de valor. Por otro lado, la unidad de valor

² Las primeras formulaciones sobre la Moneda Indexada fueron hechas por André Lara Resende en 1985. Pueden consultarse sus trabajos en: Lara Resedende A. (1985) A Moeda Indexada: uma proposta para eliminar a inflacao inercial, *Revista de Economia Política*, Vol. 5, N° 2, pp. 130-134, y en Lara Resende, A. (1985) Moeda Indexada: nem mágica nem panacéia, *Revista de Economia Política*, Vol 5, N° 2, pp. 124-129.

indexada mantenía una paridad fija con el dólar mientras los precios de la economía se desinflaran. Rudiger Dornbusch había examinado la propuesta de Arida y Lara Resende en un seminario en Washington organizado por el Instituto de Economía Internacional, y prendado por la idea la llamó el Plan “Larida”.³

Por otra parte, Edmar Bacha, quien había participado activamente en el desarrollo del Plan Cruzado y que a la postre sería otro miembro importante del equipo de Cardoso y artífice del Plan, venía sosteniendo que la inflación en Brasil estaba sirviendo como mecanismo para encubrir la grave situación de las cuentas fiscales. Explicaba Bacha que el sesgo expansivo de la política fiscal en Brasil era el resultado directo de una dinámica donde los ingresos fiscales se ajustaban endógenamente con la inflación (por la indexación), en contraste con los gastos gubernamentales, que al ser ejecutados levemente con retrasos, disminuían en términos reales y eran cubiertos con creces por los ingresos indexados. Desde esta perspectiva, vivir con inflación alta y acelerante permitía a los demandantes de recursos fiscales gastar sin restricción presupuestaria. Así, el impuesto inflación que surgía como resultado del financiamiento monetario respondía a un acuerdo tácito y necesario, pues era la manera de cerrar ex post la brecha fiscal.⁴ Desde luego, en un contexto de rápida desinflación, el peligro radicaba en que la dinámica se invirtiera y que el déficit no pudiera ser encubierto por más tiempo, obligando a ajustar en el camino la política fiscal. En consecuencia, Bacha proponía salir de este aparente balance fiscal sin bases sólidas y buscar como cerrar el déficit operacional de Brasil de forma ex ante, en anticipación a cualquier proceso de rápida desinflación.

Gustavo Franco, quien fungía como vice-secretario de Política Económica en el Ministerio de Hacienda en el gobierno de Itamar Franco, y que un tiempo más tarde asumiría la Presidencia del Banco Central, brindó un firme respaldo a la propuesta de moneda indexada de Arida y Lara Resende, suscribió plenamente la posibilidad de avanzar hacia la reforma monetaria con la introducción de una nueva moneda (una

³ La ideas de Arida y Lara Resende están recogidas en el documento del trabajo Arida, P. y A. Lara Resende (1985) *Inertial Inflation and Monetary Reform in Brazil*, Texto para Discassao N° 85, PUC/RJ, Janeiro.

⁴ Bacha expuso finalmente estas ideas en Bacha, E. (1994) O Fisco e a Inflacao: uma interpretacao o caso brasileiro, *Revista de Economia Política*, Vol. 14, N° 1, pp. 5-17.

vez lograda la estabilización de los precios), y terminaría siendo junto con Pedro Malan el artífice de la política cambiaria y comercial brasilera, abogando por una flotación administrada del tipo de cambio una vez concluida la reforma monetaria, como preparación a la posterior introducción de un régimen de bandas con deslizamiento.

Pedro Malan, quien en septiembre de 1993 fuera nombrado Presidente del Banco Central, fue la voz cantante del Plan. Asumió la responsabilidad junto con FHC de venderlo políticamente, pero además de ejecutarlo y gerenciarlo desde el punto de vista técnico.

3. EL LANZAMIENTO Y LOS COMPONENTES DEL PLAN REAL

Desde que llegó al Ministerio de Hacienda, Cardoso trato de tomar partido por la ejecución de ciertas medidas discrecionales para cerrar la brecha fiscal sin tener que seguir recurriendo al financiamiento monetario. Estaba convencido que la solución a la crítica situación de las finanzas públicas era un factor clave para el éxito de una estrategia anti-inflacionaria. Durante el segundo semestre de 1993 Cardoso puso en marcha un Programa de Acción Inmediata que consistía en un conjunto de medidas discrecionales orientadas a la reducción y mayor eficiencia de los gastos del Gobierno Federal; promoviendo la recuperación de los ingresos tributarios federales, la reestructuración de la deuda de los Estados y Municipios con la Unión, un mayor control de los bancos del estado, el inicio del saneamiento de los bancos federales y el perfeccionamiento del programa de privatizaciones. No hubo mayor éxito en tal cometido y la inflación seguía en escalada mes a mes. Tras largas discusiones con el equipo técnico Cardoso decidió lanzar un nuevo plan, mucho más integral, audaz y ambicioso.

El Plan Real fue lanzado y hecho público por FHC el 7 de diciembre de 1993. Para entonces la inflación ya estaba en 45% al mes. Preanunciar un plan de estabilización era una estrategia deliberada y útil, pues la población debía entender claramente, entre otras cosas, las complejidades del mismo, sus secuencias, así como los resultados esperados de cada etapa. El plan fue concebido en tres fases. Durante una primera fase

se buscaría un mecanismo formal de tipo legal para balancear las cuentas públicas y comenzar a desmontar el financiamiento inflacionario de los ingresos fiscales. La segunda fase consistía en la introducción de una nueva unidad de cuenta con paridad estable con el dólar pero variable con la vieja moneda (en función de la inflación). Se buscaba así minimizar la desincronización en los ajustes nominales de precios y alinear los precios relativos a un vector no-inflacionario para acabar con la inercia y anclar las expectativas con respecto al valor del dólar. La tercera fase consistía en la conversión de la unidad de cuenta a una nueva moneda, con paridad inicial 1 a 1 con el dólar, y la instrumentación de un nuevo régimen cambiario, fiscal y comercial para sostener la estabilización. Así que el Plan Real fue un esfuerzo mucho más integral que los planes anteriores, concentrado en los aspectos esenciales del control de la inflación en Brasil, a saber; las fuentes fiscales y monetarias de la aceleración inflacionaria, el carácter inercial y de expectativas de los continuos ajustes en los precios relativos, y los cambios de régimen monetario, cambiario, y comercial que se requerían para sostener el proceso de estabilización.

La implementación de cada una de estas fases merece ser explicada con algún detalle, para entender los desafíos, la lógica detrás de las acciones y las razones que explican el éxito final de plan.

4. PRIMERA FASE: EL AJUSTE FISCAL INICIAL Y EL FONDO DE EMERGENCIA SOCIAL

Como se dijo anteriormente, la primera fase del Plan Real se centró en la búsqueda de un mecanismo formal, de tipo legal, que permitiera devolverle el balance presupuestario a las cuentas públicas para así comenzar a desmontar el financiamiento inflacionario. Los autores del Plan coincidían con la idea de Bacha de que en un ambiente de alta inflación, cualquier demora en los pagos le permitía al gobierno disminuir sus gastos en términos reales, pero una vez implantado el Plan Real no solamente se perdía ese recurso, sino además era previsible la aparición de nuevas presiones de gastos, en particular, de gastos salariales en la nómina pública y de pagos del sistema público de previsión social.

En éste sentido, para ampliar el control sobre los gastos presupuestarios de los siguientes dos años, Itamar Franco y FHC, presentaron al Congreso una propuesta de modificación de gastos presupuestarios para los ejercicios fiscales 1994 y 1995 que por un lado tomaba en cuenta un escenario de sustancial desinflación y que por otro proponía esterilizar una parte de los recursos fiscales para destinarlos a un fondo que se denominó Fondo de Emergencia Social.⁵ Los gastos pudieron ser reducidos en cerca de 44 mil millones de US\$ (Nazmi , 1996)⁶. El Fondo de Emergencia Social fue una medida transitoria que suponía retener las inmensas y descontroladas asignaciones especiales que por la Constitución de 1988 iban automáticamente a los estados y gobiernos locales, y re-direccionarlas a otros gastos prioritarios en salud y educación. Los recursos del nuevo fondo no provenían de ingresos financiados inflacionariamente sino de contribuciones tributarias ordinarias del gobierno central, impuestos directos a las instituciones financieras, y del impuesto a las transacciones financieras. De esta manera se le ponía límites presupuestarios a las asignaciones de gastos descentralizadas y se evitaba, al menos para la emergencia social, el financiamiento a partir de ingresos generados inflacionariamente.

En Febrero de 1994, el Congreso aprobó estas reformas presupuestarias transitorias a través de una enmienda constitucional. La aprobación parlamentaria le imprimía un sello de legalidad y obligatoriedad a la reforma fiscal, pero además un reconocimiento político a la tesis del equipo de Cardoso sobre la importancia de promover un balance fiscal *ex ante*.

Es difícil establecer que tan efectiva fue la reforma legal presupuestaria brasilera. Con la caída en la tasa de inflación los déficits nominales cayeron abruptamente y ciertamente en los años 1995 y 1996, Brasil tuvo superávits operacionales a nivel del sector público.

⁵ La propuesta de hacer una reforma fiscal más profunda e integral no gozó de la aprobación del Congreso. Se esgrimió el argumento de que el gobierno de Franco era de naturaleza transitoria y por un período de sólo dos años.

⁶ Nazmi, N. (1995) *Economic Policy and Stabilization in Latin America*, Armonk, New York: M.E. Sharpe.

Cuadro N° 1 - Déficit del Sector Público Brasileiro , 1992-1996 (% del PIB)

	Déficit Nominal	Déficit Operacional	Pago de Intereses Reales	Déficit primario
1992	44.14	2.21	4.53	-2.23
1993	58.41	-0.25	2.39	-2.64
1994	44.41	-1.34	3.82	-5.16
1995	7.34	4.99	5.36	-0.37
1996	6.55	3.57	3.44	0.13

Fuente: Nogueira Batista (1996) y Banco do Brasil

5. SEGUNDA FASE: INTRODUCCIÓN DE LA UNIDAD DE CUENTA INDEXADA

La más audaz y exitosa medida puesta en práctica durante el Plan Real fue, sin la menor duda, la introducción de una nueva unidad de cuenta para realizar contratos y transacciones, o lo que se conoció como la URV. Por lo poco convencional que resultó la introducción de esta figura (que Arida y Lara Resende habían llamado “moneda indexada”), conviene explicar con claridad su naturaleza y propósitos.

Por casi tres décadas la economía y la sociedad brasileira se había ido armando contra las secuelas de inflación con cláusulas formales o acuerdos informales de indexación. La indexación a la inflación pasada, como por ejemplo se fue imponiendo en la práctica en Brasil, permitía a los agentes económicos, en su condición de productores, intermediarios, mayoristas, detallistas, trabajadores, tenedores de deuda y hasta al sector público, recuperar con ajustes recurrentes de precios el ingreso real o al menos una parte del poder de compra perdido por causas de la inflación. Para cada artículo, para cada sector, para cada contrato, existía explícita o tácitamente una cláusula o regla de indexación. El problema mayúsculo con esta práctica era que estos ajustes se hacían con frecuencias diferentes y de manera absolutamente desincronizada, por lo que no resultaban neutrales desde el punto de vista distributivo. Así que con cada ajuste siempre había alguien que acusaba una pérdida de posición relativa de ingreso real o patrimonio, induciendo en consecuencia al afectado a pugnar por su propio ajuste. Esta dinámica de indexación con ajustes desincronizados era, para los

economistas brasileiros, lo que le imprimía, un carácter inercial o persistente a la inflación. Promover una reforma monetaria introduciendo *de facto* una nueva moneda con todas sus propiedades, no tenía sentido hasta tanto la economía no hubiera recuperado un vector de precios relativos de equilibrio no inflacionario. Este asunto lo había destacado uno de los más celebrados y conocidos economistas brasileiros, Mario Henrique Simonsen, y fue absolutamente asimilado por Arida y Lara Resende cuando idearon la reforma monetaria en dos fases.⁷

Por otro lado, la aceleración en la tasa de inflación que Brasil venía experimentando desde mediados del año 1991 había destruido una de las propiedades básicas o esenciales de la moneda: la propiedad de reserva de valor. Nadie en Brasil deseaba ahorrar o poner sus recursos en cruzeiros reales, por lo que invertir en cualquier otro activo financiero o activo real durable, resultaba más rentable.⁸

Así que los arquitectos del plan, cuando tomaron la decisión de introducir en la economía una nueva unidad de cuenta estable, anclada en una paridad 1 a 1 con el dólar pero con paridad variable diaria con el cruzeiro real, concibieron un mecanismo que en teoría tenía tres atributos: acabar con los ajustes de precios y salarios desincronizados, devolverle a la moneda la propiedad de reserva de valor, y anclar las expectativas con respecto a la cotización de la nueva unidad de cuenta con el dólar. Con la introducción de la nueva unidad de cuenta (la URV) todo contrato o transacción podía seguir haciéndose en moneda de curso legal (el cruzeiro real) pero a precios convenidos en URVs. La paridad entre el cruzeiro real y la URV cambiaría diariamente en función de una interpolación geométrica de la inflación mensual que justo hubiera registrado la economía durante el último mes.⁹ Con el objeto de guiar a los agentes económicos, la autoridad monetaria tendría entonces la responsabilidad de hacer tales cálculos y de publicar las tasas de conversión diarias de cruzeiros reales a URVs. Un mecanismo que en teoría parecía complicado terminó siendo en la práctica

⁷ Simonsen hizo saber estos asuntos sobre la reforma monetaria en Simonsen (1984) *Desindexação e Reforma Monetária, Conjuntura Econômica*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas/IBRE.

⁸ Gran parte del público se había ido años atrás a la opción de mantener sus recursos líquidos en bonos del sector público indexados a la inflación.

⁹ Así la URV fungía como una especie de indexador atado a los principales índices de inflación del período (IPC-FIPE, IGMPM, IPCA).

relativamente sencillo y aceptado en forma masiva. Un ejemplo hipotético, ayudará en comprender el modo en que en efecto trabaja y se desarrolla el mecanismo.

Supongamos que la inflación registrada en el último mes fue 45%, y tomemos el caso de un vendedor de manzanas importadas en *Rio Grande do Sul* que acostumbraba a cambiar los precios mensualmente en función de la inflación justamente registrada y en alguna medida también en función del costo de reposición que supone cualquier depreciación de la moneda. Un mes atrás las vendía a 100 cruzeiros reales por kilo, pero ahora, un mes después, llegado el momento del ajuste, se encuentra con una nueva convención que le permite cambiar los precios diariamente y utilizar una nueva unidad de valor. La autoridad monetaria ha introducido el día anterior una nueva unidad de valor (la URV) cuya paridad con el cruzeiro real es 100 a 1; es decir 100 cruzeiros equivalen a 1 URV, pero también ha dicho que como la inflación del pasado mes fue 45%, la paridad entre el cruzeiro y la URV cambiará cada día y por los siguientes 30 días a razón de 1,12% diario. En consecuencia, el día 1ero del nuevo mes el vendedor de manzana tiene la opción de vender el kilo a 1 URV, pero en lugar de recibir 100 cruzeiros reales recibirá en la práctica 101,12 cruzeiros por kilogramo. El día 2 una URV tendrá el valor de 102,25 cruzeiros y ese será el monto en moneda de curso legal que recibirá el vendedor por cada kilo vendido. Su kilo de manzana sigue exhibiendo un valor público de 1 URV que equivale a un dólar, pero él estará recibiendo un monto en cruzeiros reales cada día mayor mientras haya inflación ¿Por qué habría de aceptar el vendedor esta nueva convención? En esencia porque su ingreso sigue estando protegido contra la inflación sin que además cambie el valor de reposición de las manzanas. Nada de esto funciona porque él haya fijado un nuevo precio, sino porque la unidad de cuenta que ahora usa está indexada y fija con el dólar. De esa manera la indexación diaria funciona casi que en forma perfecta para él.

Pero lo que está funcionando para este vendedor de manzanas también está funcionando para todos los agentes económicos y para toda la economía. El comprador de manzana tampoco pierde, pues su ingreso ahora en URVs ha sido también indexado o protegido por la nueva unidad de cuenta. De tal manera que el mecanismo de indexación diaria que permite hacer transacciones con una nueva

unidad de valor, al acortar a su mínima expresión los plazos en que cambian los precios, termina generando una uniformidad y una coordinación casi perfecta en los ajustes que acaba con la desalineación de los precios relativos.

El 28 de febrero del año 1994, la reforma monetaria dio su primer paso con la creación de la Ley 8.800, un dispositivo legislativo que introducía transitoriamente la nueva unidad de cuenta ficticia con una tasa de conversión inicial que fue fijada en 647,50 cruzeiros reales por URV. La Ley estableció que los precios, salarios y nuevos contratos debían establecerse en URV; y en el caso de los nuevos contratos con la expresa prohibición de cláusulas indexación. En el caso de los viejos contratos, de común acuerdo, las partes podían escoger seguir marcando en cruzeiros reales o en URVs.

Como el sistema en realidad no puso a convivir simultáneamente dos medios de pago o monedas físicas de curso legal, los riesgos de que ocurriera una explosión inflacionaria por efectos de la llamada Ley de Greshman no existían.¹⁰ La habilidad de los arquitectos del plan de pre-anunciar una paridad constante entre la URV y el dólar (1 a 1), fungió como una dolarización indirecta de la economía, sin la necesidad de usar el dólar como medio de pago.¹¹ En búsqueda de una moneda (o al menos quasi-moneda) estable, la gente, como es natural, comenzó a inclinar sus preferencias por el uso de la nueva unidad de cuenta aún cuando el cruzeiro real siguió funcionando por los siguientes cuatro meses como el medio de pago.

6. TERCERA FASE: LA INTRODUCCIÓN DEL REAL Y LA NUEVA POLÍTICA CAMBIARIA

La tercera fase del plan consistió en la consolidación de la reforma monetaria. Lograda cierta sincronización en los ajustes de precios y la alienación de los precios relativos, a través de la uniformidad en la indexación que ofrecía el ajuste diario en la paridad de

¹⁰ Este fue justamente el problema que si tuvieron Alemania (1923) y Hungría (1946) cuando en medio de un proceso hiperinflacionario pusieron a convivir dos monedas con una de ellas indexada y la otra no.

¹¹ Para mantener la paridad 1 a 1 de la URV con el dólar, durante el período de transición y antes de la introducción del Real, la autoridad monetaria propició un ajuste diario en la tasa de cambio cruzeiro/dólar también en función de la inflación.

la URV en cruzeiros reales, procedía entonces introducir una nueva moneda en sustitución del cruzeiro real.

El día primero de julio del año 1994, cuatro meses después de ser introducida la URV, el cruzeiro real fue sustituido por el Real, que terminó siendo la URV pero con las propiedades integrales del dinero (medio de pago, unidad de cuenta y reserva de valor). El Real se cambiaría por el cruzeiro a razón de 2.750 cruzeiros/reales, y al igual que la URV mantenía su paridad inicial de 1 a 1 con el dólar. Todas las denominaciones monetarias, contratos, depósitos, recibos, precios y salarios pasaban a denominarse en reales y a razón de la nueva paridad. El proceso de sustitución y de puesta en circulación de la nueva moneda fue rápido y sin contratiempos. Incluso, esta tercera fase del plan sobrevivió a la sustitución de Cardoso del Ministerio de Hacienda, quien con el apoyo de Itamar Franco se convirtió en el candidato presidencial de una gran coalición de centro-izquierda. Su reemplazo, el embajador Rubens Ricupeiro, se convirtió en una nueva palanca de apoyo para la ejecución del plan.¹² Gustavo Franco reseña el éxito de la conversión señalando: “la fase de la reforma monetaria del Plan Real constituye uno de los casos mejor concebidos y ejecutados de la historia”¹³.

Si bien la paridad 1 a 1 estable con el dólar y la dolarización indirecta que proporcionó la reforma monetaria sirvió como ancla de los precios, era vital para las autoridades económicas instalar la idea de que estaban en capacidad de respaldar la paridad inicial y que un proceso de devaluación descontrolado no iba a deteriorar abrupta y sorpresivamente el nuevo arreglo cambiario. Para tal fin era fundamental contar con la alianza de tres condiciones macro adicionales: señales efectivas de que la inflación estaba siendo controlada; un nivel adecuado de reservas internacionales con relación a la cantidad de dinero en circulación; y tasas de interés reales suficientemente elevadas.

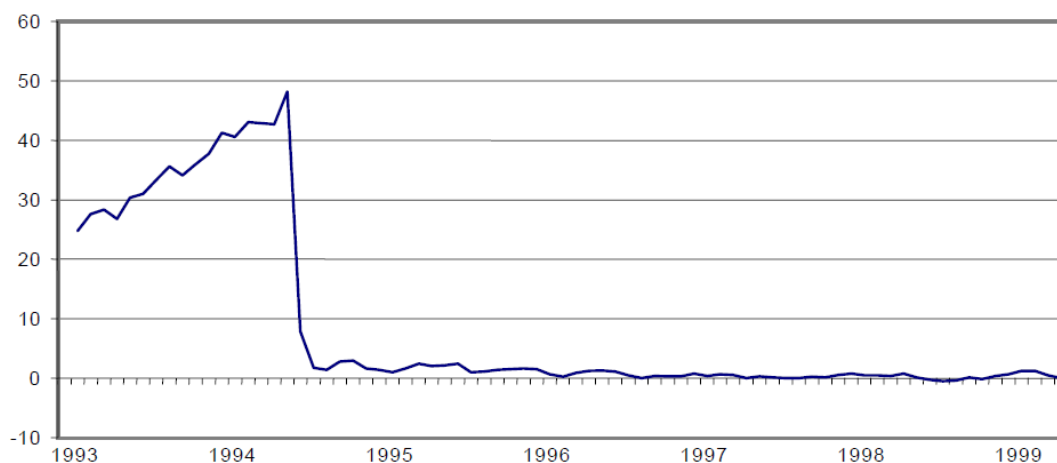
Con respecto a los resultados en el plano inflacionario la entrada de la tercera fase del plan no pudo tener resultados preliminares más alentadores. La tasa de inflación

¹² Ricupeiro dejó intacto el equipo que venía trabajando sobre el diseño e implementación del plan y dio su más firme apoyo a las directrices establecidas.

¹³ Franco, G. (1996) The Real Plan, remarks delivered at the seminar "Economics and Society in Brazil: new trends and Perspectives", sponsored by the Department of Economics, the Department of Anthropology and the Center for Latin American Studies at the University of Chicago and Ministério das Relações Exteriores do Brasil, November 2 and 3, 1995, Chicago.

mensual que en el mes de junio había llegado a 46,6%, estaba ya en diciembre del mismo año 1994 en 0,6%. De un ritmo de inflación mensual promedio de 43,1% durante el primer semestre de 1994, se pasó a uno de 3,1% en el segundo semestre, y a 1,7% en 1995. En adelante la inflación dejó de ser un problema macroeconómico para Brasil (ver Figura N°2).

Figura N° 2 – Tasa de Inflación Mensual del IPC (Enero de 1993 a Junio de 1999)



Fuente: Sáinz y Calcagno (1999) con datos del IBGE¹⁴

No menos útil resulta constatar que al momento de la conversión monetaria (en julio de 1994) Brasil contaba con cerca de 40 mil millones de US\$ en reservas internacionales líquidas con la capacidad de cubrir 12 veces la base monetaria y 18 meses de importaciones. No obstante, muy distinta era la cobertura con respecto al dinero en sentido amplio (que incluye monedas y billetes, saldos en cuentas corrientes y posiciones en deuda pública federal, estatal y municipal), donde las reservas sólo cubrían el 62% de esos activos líquidos. Edmar Bacha describe la situación del nivel de reservas señalando: “parecía suficientemente elevado para proveer una línea de defensa para la nueva moneda, particularmente porque las restricciones a los flujos de salida de capital se mantuvieron inalterados” (p. 20) .

¹⁴ Sáinz y Calcagno (1999) La economía Brasileira ante el Plan Real y su Crisis, Serie Temas de Coyuntura N° 4, División Estadística de la CEPAL, Santiago.

Cuadro N° 2 - Reservas Internacionales de Brasil, 1985-1996

	Reservas Internacionales Líquidas (millones de US\$)	Reservas en Meses de Importaciones
1985	7690	7
1986	4585	7
1987	4433	4
1988	5359	4
1989	7268	5
1990	8751	5
1991	8552	5
1992	19008	11
1993	25878	12
1994	40317	18
1995	39780	10
1996	58639	15

Fuente: Banco Central do Brasil

Con la caída abrupta de la inflación, las tasas de interés reales positivas aparecieron claramente en el escenario monetario y financiero brasilero. El primer día de la conversión, el Banco Central de Brasil tomó la decisión crítica de actuar en el mercado interbancario para propiciar una baja en la tasa de interés a 8% mensual (había sido 50% mensual, un día antes). En agosto el Banco Central dejó que la tasa se ajustara a 5% y su descenso continuo por el resto del año. En cualquier caso, la respuesta del público al ajuste de tasas fue la prevista. En la medida que día tras día el escenario inflacionario proyectaba un sendero más claro hacia la estabilidad, y la rentabilidad de los activos bancarios era lo suficientemente atractiva, las presiones sobre la demanda de divisas en el mercado cambiario no se presentaron durante un buen tiempo.

Así que la conjugación de una muy rápida caída de la inflación, con un nivel de reservas internacionales relativamente cómodo, y ciertas fricciones a las salidas de capital, en un ambiente de tasas de interés reales atractivas y positivas, coadyuvaron a la estabilidad del nuevo régimen cambiario.

Por supuesto el Plan Real terminó agenciando cambios radicales en la actividad monetaria y del sistema financiero brasilero. La disminución de la inflación dio lugar a

un proceso de remonetización con una recuperación de la demanda de dinero en magnitudes no esperadas. En el segundo semestre de 1994 la base monetaria como proporción del PIB creció muy rápidamente, pasando de 0,7% en junio, a 3.4% en diciembre. En el mismo período crecieron en valores constantes, la liquidez M1 (155%), los depósitos de ahorro (27%) y los depósitos a plazo (16%).¹⁵ Bacha (2003) incluso destaca cómo el crecimiento no esperado en la base monetaria producto de la remonetización hizo difícil para el equipo económico cumplir con las metas cuantitativas establecidas para los agregados monetarios.

El ambiente de remonetización de la economía brindaba margen amplio y opciones a las autoridades para desarrollar su política cambiaria. Los arquitectos del plan, particularmente Pedro Malan y Gustavo Franco, le dieron gran importancia a la estabilidad cambiaria durante los primeros tiempos post conversión, así que en un principio se inclinaron por establecer la paridad 1 a 1 entre el Real y el Dólar como el límite superior por debajo del cual la tasa de cambio podía fluctuar al interior de una banda.¹⁶ De hecho la enorme entrada de capitales que se suscitó en el segundo semestre del año 1994, comenzó a generar presiones hacia la apreciación del real del tipo de cambio. Al final del día el Banco Central terminó de administrar en tipo de cambio dentro de una banda asimétrica, donde el tipo de cambio se fugaba hacia el límite inferior de la banda. En consecuencia, la paridad unitaria con el dólar que exhibía el Real en el mes julio se habría de convertir en una apreciación real de casi 49% para el mes de diciembre.

¹⁵ Cifras recogidas por Sáinz y Calcagno *op. cit.*, p. 13. (1999) *La economía Brasileña ante el Plan Real y su Crisis*, Serie Temas de Coyuntura N° 4, División Estadística de la CEPAL, Santiago.

¹⁶ Gustavo Franco lo recalcó de la siguiente manera: “el sistema de crawling peg tenía que ser reemplazado por algún otro medio que le permitiera a la tasa de cambio desempeñar el papel de ancla nominal del programa” Franco, G. *op. cit.*, p. 12.

Cuadro N° 3 - Tasa de Cambio Nominal y Reales (trimestrales)

	Tasa de Cambio Nominal	Índice de Tasa de Cambio Real (INPC)	Índice de Tasa de Cambio Real (IPA-DI)
Mar-94	768.11	93.77	84.59
Jun-94	2289.67	92.97	89.78
Sep-94	0.86	71.07	71.4
Dec-94	0.85	65.03	67.25
Mar-95	0.89	66.07	70.27
Jun-95	0.91	63.97	71.5
Sep-95	0.95	64.03	73.39
Dec-95	0.97	62.33	74.36
Mar-96	0.99	62.76	75.6
Jun-96	1	62.15	75.31

Fuente: Banco Central do Brasil y Nogueira Batista (1996)

Este fortalecimiento del Real frente al Dólar, en un principio interpretado como un signo de la confianza en los esfuerzos de estabilización, terminaría generando una importante controversia entre los analistas y economistas brasileros, muchos de los cuales advertían sobre los peligros de un recalentamiento del consumo, de un deterioro en la cuenta comercial de la balanza de pagos y de una pérdida de confianza en el régimen cambiario. El compromiso de las autoridades en materia cambiaria se inclinó entonces en seguir un régimen de bandas móviles con cierto deslizamiento en la paridad central.

El año 1995 fue sin la menor duda un período para probar la sostenibilidad del Plan Real. La economía brasilera se mostró resiliente al “efecto tequila” de la crisis mexicana. Si bien las reservas internacionales de Brasil cayeron cerca de 10.000 millones de US\$ durante el primer semestre del año, hacia el segundo semestre la recuperación que sobrevino como consecuencia de las fuertes entradas de capital más que compensó esa caída y las entradas no pararon hasta el año 1997 cuando las economías emergentes tropezaron con la crisis asiática.

Al igual que la mayor parte de las economías emergentes Brasil tendría al menos dos pruebas que pasar en los años inmediatos por la agitación de los mercados financieros internacionales: La crisis asiática en 1997 y la crisis rusa un año más tarde.

7. LOS BENEFICIOS POLÍTICOS Y ECONÓMICOS DEL PLAN

El período 1994-1995 resultó extraordinariamente exitoso para la economía brasilera. El Plan Real logró bajar una de las inflaciones más alta del mundo sin pasar por un período recesivo, el ritmo de actividad económica se aceleró, mejoraron las condiciones de vida de vastos grupos de la población, y se redujo significativamente el porcentaje de población en situación de pobreza. Las cuentas fiscales mostraban, hasta mediados de 1995, superávit primario y déficits operativos reducidos. La situación de balanza de pagos era sólida, los flujos de entrada de capital aumentaron significativamente, especialmente la inversión directa, y Brasil terminó resistiendo con éxito los efectos de la crisis mexicana.

Cuadro N° 4 - Indicadores Económicos y Sociales, 1990-1998

Años	Tasa de Inflación (%)	Tasa de Crecimiento del PIB (%)	Ingreso Medio de la Población (Reales)	Población en Pobreza (%)	Inversión Extranjera Directa (millones de US\$)	Saldo en Cuenta Corriente de la BdP (millones de US\$)
1990	2739.0	-4.4	347.3	41.9	280	-3785
1991	415.0	1.0	-	42.1	505	-1405
1992	991.0	-0.5	302.3	43.0	1156	6142
1993	2104.0	4.9	320.7	-	374	-592
1994	2407.0	5.9	-	35.1	1738	-1689
1995	67.0	4.2	385.7	34.7	4405	-17784
1996	11.1	2.8	393.9	35.2	10792	-23502
1997	7.9	3.7	401.2	34.0	18993	-30453
1998	3.9	0.5	404.0	35.3	28578	-33416

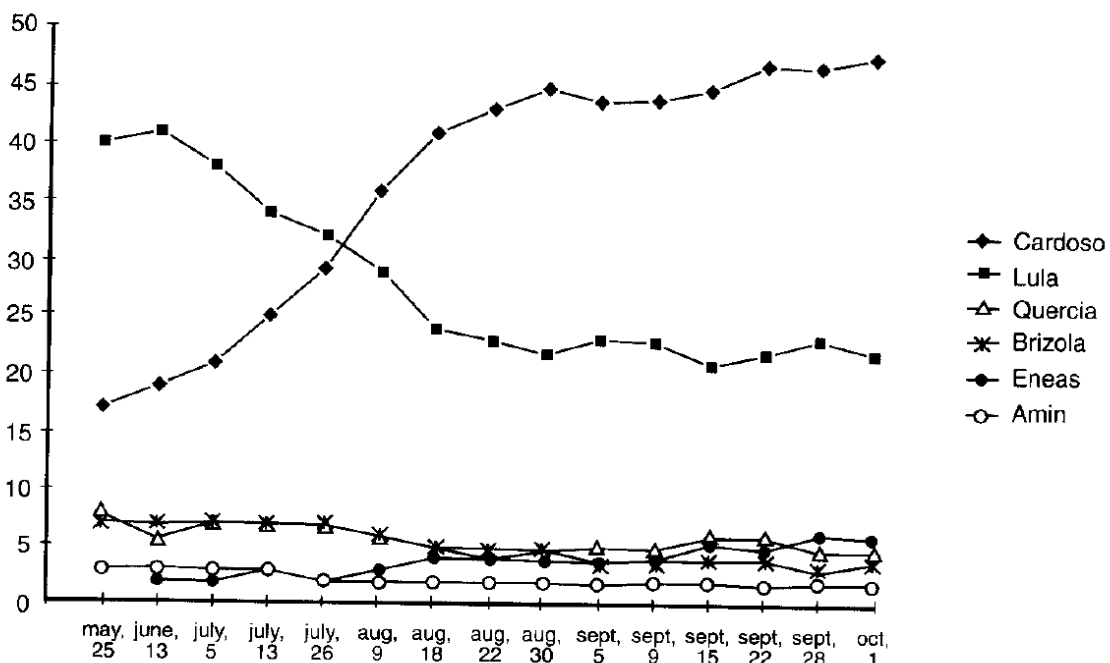
Fuente: Index Mundi, Nogueira Batista (1996), Banco Central do Brasil

En el plano político las cosas no pudieron ir mejor para el Senador FHC. Cuando FHC puso su renuncia del Ministerio de Hacienda, en Abril de 1994, los estudios de opinión mostraban su candidatura con menos de la mitad de los votos del candidato más favorecido para entonces, Luiz Inácio Lula da Silva. Muy pronto, y justo después de la introducción del Real, la candidatura de Cardoso comienza a repuntar y la intención sube vertiginosamente como puede apreciarse en la Figura 3. Hacia principios de

agosto Cardoso ya llevaba 7 puntos de ventaja sobre Lula da Silva. Finalmente fue electo Presidente el 3 de Octubre de 1994 con el 54 por ciento de los votos.

Itamar Franco dejó el gobierno con 0,84 por ciento de inflación mensual (según el Índice General de Precios de Mercado), algo que nadie había conseguido después de la segunda guerra mundial. Más aún, desde Juscelino Kubistchek (1955-60), ningún jefe de Estado brasileiro había dejado el gobierno con tan grandes índices de popularidad como Franco, que lo hizo con 90 por ciento de respaldo.

Figura N° 3. Intensión de Voto en la Elecciones Presidenciales de Brasil, 1994



Fuente: Menegullo, R. (1996) Electoral Behaviour in Brazil. The 1994 Presidential Elections, *ISS Journal*, United Nations.

Todo desde luego no fue color de rosa. A partir de 1996 comenzaron a aparecer síntomas de dificultades y un creciente debate en torno a la política económica, pero la inflación no fue el tema ni el problema. Dos focos de controversia destacaban sobre el resto: por una parte, la apreciación del tipo de cambio y la estabilidad de precios en presencia de déficits crecientes de balanza de pagos y del sector público, por otra, la marcha que implicaba la nuevas reformas encaminadas a la transformación productiva.

Anexo 1

Los Arquitectos del Plan Real



Pésio Airdar



Edmar Bachar



Gustavo Franco



Pedro Malan



Fernando Henrique Cardoso



Itamar Franco



André Lara Resende



Rubens Ricupero