

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

## **Plano Real: Teoria e Avaliação (1994-99)**

JULIA SAHIONE DE PINHO  
Matrícula: 105031837

ORIENTADOR: Prof. Andre de Melo Modenesi

Abril de 2013

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

## **Plano Real: Teoria e Avaliação (1994-99)**

---

JULIA SAHIONE DE PINHO  
Matrícula: 105031837

ORIENTADOR: Prof. Andre de Melo Modenesi

Abril de 2013

*As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor.*

Dedico este trabalho aos meus pais, Leila e Roberto, por toda paciência e dedicação.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço aos Professores do Curso de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro por todo estímulo que me deram no decorrer de minha formação acadêmica, em especial ao professor André Modenesi.

## **RESUMO**

Através desta monografia procurou-se estudar o Plano Real, principal plano de estabilização de preços do Brasil, implementado em 1994, que se fundamentou na adoção de um novo padrão monetário e na implementação de uma âncora cambial. Buscou-se investigar as principais teorias que antecederam o Plano e como estas influenciaram na formatação do mesmo. Procurou-se analisar também as três fases para sua implementação, o ajuste fiscal, a reforma monetária e a adoção da âncora cambial. Por fim, são relacionadas as principais consequências imediatas do Plano que, apesar do sucesso no controle da inflação, resultou em elevados custos, mais especificamente durante o período de 1994 a 1999, quando teremos a mudança do regime de metas cambiais para o regime de metas de inflação.

## ÍNDICE

<b>I – ANTECEDENTES: A TEORIA DA INFLAÇÃO INERCIAL .....</b>	<b>9</b>
<b>I.1 A Teoria Inercialista.....</b>	<b>9</b>
<b>I.2 Choque Heterodoxo.....</b>	<b>11</b>
<b>I.3 Proposta Larida.....</b>	<b>14</b>
<b>II – O PLANO REAL.....</b>	<b>19</b>
<b>II.1 As três fases do Plano Real .....</b>	<b>19</b>
II.1.1 Primeira fase: Ajuste Fiscal.....	20
II.1.2 Segunda fase: A Reforma Monetária.....	22
II.1.3 Terceira fase: A Âncora Cambial .....	25
<b>III – PRINCIPAIS CONSEQUENCIAS DO PLANO REAL .....</b>	<b>30</b>
<b>III.1 Estabilidade de Preços.....</b>	<b>30</b>
<b>III.2 Elevação da Taxa Selic .....</b>	<b>32</b>
<b>III.3 Desequilíbrio das contas externas .....</b>	<b>35</b>
<b>III.4 Baixo crescimento econômico.....</b>	<b>37</b>
<b>III.5 Elevação da dívida pública.....</b>	<b>38</b>
<b>III.6 Aumento do desemprego .....</b>	<b>40</b>

**CONCLUSÃO ..... 42**

**REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS..... 44**

## INTRODUÇÃO

Nesta monografia procurou-se entender como foi a implantação e os resultados do principal plano de estabilização de preços da economia brasileira, o Plano Real, que se fundamentou na adoção de um novo padrão monetário e na implementação de uma âncora cambial.

A partir do final da década de 1970, grande parte dos países latino-americanos, incluindo o Brasil, experimentou um longo período de acentuado processo inflacionário, principalmente em decorrência de dois fatores: o 2º choque do petróleo e a elevação das taxas de juros internacionais em decorrência da política econômica adotada pelas autoridades monetárias norte-americanas, ambas em 1979.

O início da década de 1980 foi marcado pela chamada “crise da dívida externa”, que ao optar por viabilizar o equilíbrio das relações externas do país, resultou na estagnação econômica, no agravamento do processo inflacionário e do endividamento público. Diante deste cenário, iniciou-se uma busca pelo diagnóstico e solução para tais problemas, principalmente a inflação.

Em 1986, com a implantação do Plano Cruzado, inaugurou-se a era dos planos de estabilização, com sucessivas trocas de moedas e distintos tratamentos para o problema inflacionário.

Além do Plano Cruzado, foram implementados os Planos Bresser (1987), Verão (1989), Collor I (1990) e Collor II (1991), todos fracassaram na tentativa de combate a inflação. Os planos mencionados, assim que anunciados, conseguiram baixar a inflação, mas, após um breve período, acelerava-se novamente.

Algumas lições importantes foram tiradas destes sucessivos fracassos para a implantação do Plano Real. Dentre eles, destacam-se a ineficácia do processo de congelamento de preços e a necessidade de controle da demanda agregada após a introdução do Plano.

A estrutura adotada utilizada neste trabalho consistiu inicialmente na exposição dos antecedentes do Plano Real. Em primeiro lugar foi analisada à teoria inercialista, evidenciada na década de 1980, que compreendia uma nova interpretação para o processo inflacionário brasileiro. Em seguida, foram aprofundadas as principais propostas da época para a eliminação da chamada inflação inercial, fenômeno este que a

inflação passada era a principal causa da inflação presente. As principais propostas para sua eliminação foram o choque heterodoxo de Francisco Lopes e a moeda indexada, ou proposta Larida, de André Lara-Resende e Persio Arida.

No capítulo 2 foram apresentados os fundamentos do Plano Real, que finalmente alcançou o objetivo de conter o crescimento dos níveis de preços. Foram abordadas as três fases que marcaram a condução da política econômica do Brasil a partir de 1993. São elas o ajuste fiscal, a reforma monetária, com a implementação da Unidade Real de Valor (URV) e a posterior transformação do Cruzeiro Real em Real e o estabelecimento de uma âncora nominal construída a partir da taxa de câmbio.

O terceiro e último capítulo deste trabalho, foram abordados os principais resultados alcançados logo após a implantação do Plano Real. O principal objetivo do plano foi alcançado, e a taxa de inflação medida pelos diferentes índices de preço caiu significativamente ainda no ano de 1994, e manteve a trajetória de queda nos anos seguintes. No entanto, a estratégia adotada gerou resultados indesejáveis, como a elevação da taxa Selic e da dívida pública, o desequilíbrio das contas externas, o baixo crescimento econômico e o aumento do desemprego.

## I – ANTECEDENTES: A TEORIA DA INFLAÇÃO INERCIAL

Este capítulo tem por objetivo apresentar os antecedentes do Plano Real, sendo dividido em três partes. Na primeira, é apresentado o que é e como surgiu a teoria da inflação inercial. Nos dois itens seguintes são analisadas as duas soluções propostas para eliminação do componente inercial da inflação, o choque heterodoxo de Francisco Lopes e moeda indexada de André Lara-Resende e Persio Arida.

### I.1 A Teoria Inercialista

A teoria da inflação inercial representou uma nova forma de interpretação para o fenômeno inflacionário brasileiro, mais precisamente a partir da década de 1980, quando tornou-se claro que a inflação brasileira tinha características próprias.

**Tabela 1 – Crescimento Econômico e Inflação no Brasil**

Ano	PIB Real (%)	IGP-DI (%)
1981	-4,25	109,88
1982	0,83	95,45
1983	-2,93	154,48
1984	5,40	220,68
1985	7,85	225,52
1986	7,49	142,25
1987	3,53	224,83
1988	-0,06	684,63
1989	3,16	1.319,87
1990	-4,35	2.740,23
1991	1,03	414,75
1992	-0,54	991,35
1993	4,92	2.103,40

Fonte: Ipeadata *on-line*.

Filgueiras (2006) destaca o debate sobre a inflação brasileira nesta época, dividido basicamente em três grupos de economistas. O primeiro, identificado como ortodoxo-monetarista, associava a inflação à existência de pressões incontroláveis por parte da demanda, em particular as provenientes do déficit público e da indexação da economia.

O segundo grupo de economistas defendia a concepção inercialista no tratamento da inflação. A ideia básica era de que, na ausência de choques de oferta e demanda, a inflação poderia persistir devido a um processo generalizado de indexação. Logo, a inflação corrente seria determinada pela inflação passada.

O terceiro e último grupo é diagnosticado como estruturalista/ pós-keynesiano. Diferentemente dos inercialistas, os economistas deste grupo defendiam que o motor da inflação brasileira não era a “memória do passado”, mas sim o “medo do futuro”.

Na disputa interna no Governo de José Sarney, a posição inercialista acabou prevalecendo. Esta segue a linha da síntese neoclássica, que tem na curva de Phillips sua fundamentação para a política anti-inflacionária, diferentemente das teorias já existentes que se baseavam nas escolas monetarista e keynesiana, e aproxima-se em parte da teoria estruturalista apresentada pela Comissão Econômica para a América Latina (CEPAL) quanto à importância do efeito distributivo da inflação na explicação de tal fenômeno.

Modenesi (2005) destaca o papel de Celso Furtado, que “foi o pioneiro ao ressaltar a importância do efeito redistributivo da inflação como sendo o aspecto que torna mais difícil o seu combate. Para ilustrar isso, recorre ao conceito de inflação neutra do ponto de vista distributivo, noção que seria retomada pelos inercialistas, que apontavam a questão distributiva como principal obstáculo à política de estabilização de preços.”.

A tese da inflação inercial propõe que o componente inercial é predominante na determinação da inflação. Com isso, a estabilidade de preços pressupõe a desindexação da economia, tendo em vista que a indexação era dada como a principal causa da inflação.

A tendência inflacionária, ou componente inercial, é a inflação que persiste na ausência de qualquer choque inflacionário. Constitui o resíduo não explicado pelos choques, representando o que se pode considerar uma componente de inflação pura. É a

taxa inflacionária que se verificaria se não existisse qualquer pressão por mudanças, efetiva ou desejada, nas remunerações e nos preços relativos.

Nesta época, durante a busca de uma solução para a crônica e ascendente inflação brasileira surgiram duas importantes propostas de desindexação da economia. Enquanto Francisco Lopes propôs o choque heterodoxo, André Lara-Resende e Persio Arida elaboraram como alternativa, uma proposta de reforma monetária, conhecida como proposta Larida.

Em ambas as propostas, a eliminação ou redução do peso do componente inercial do processo inflacionário era a principal condição para a recuperação da eficácia da política monetária no controle da inflação.

No entanto, apesar de as duas propostas partirem da tese inercialista da inflação, elas consistem em diferentes terapias para a eliminação da inflação brasileira. Enquanto no choque heterodoxo, a desindexação se daria através do congelamento de preços, na proposta Larida, ela seria obtida por meio da realização de uma reforma monetária baseada na criação de uma moeda plenamente indexada.

A formulação destas propostas para eliminação da inflação inercial constitui importante capítulo da história do pensamento econômico do país. Ambas foram desenvolvidas como resposta à falência das terapias de caráter ortodoxo no combate à crônica inflação, com a qual há muito vinha convivendo a população do Brasil. (Modenesi, 2005).

## **I.2 Choque Heterodoxo**

No campo inercialista, a primeira proposta vitoriosa foi a posição de Francisco Lopes, que qualificou sua contribuição teórica de heterodoxa, para contrapor-la ao conjunto das teorias de inflação então disponíveis à época em que escrevia, dentre as quais se destacam a monetarista, a keynesiana e suas variantes.

Em artigo publicado em 1984, Lopes lançou como explicações para o fracasso da política anti-inflacionária ortodoxa implementada a partir de 1980, a não existência de relação direta entre o déficit público e a inflação, assim como a falta de resposta da inflação brasileira à contenção monetária no curto prazo.

Lopes assinalou o fracasso desta política, já indicando sua terapia para a questão:

“Nossa experiência recente já demonstrou claramente que as formulas monetárias de controle austero da demanda simplesmente não funcionam, mas é difícil saber o que funciona. Na minha opinião a única solução é um tratamento de choque heterodoxo, com congelamento generalizado de preços, salários e outros rendimentos, acompanhado de medidas fiscais e mudanças institucionais que compensem suas repercussões perversas sobre as classes menos favorecidas.” (Lopes, 1986 pp.117).

A hipótese lançada por Lopes (1986) era que “toda inflação crônica é sempre predominantemente inercial”.

Para o autor não havia na teoria econômica tradicional como explicar por que a taxa de inflação não havia cedido depois que o governo brasileiro se submetera ao receituário convencional de contração da demanda agregada recomendado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI): corte de gastos da administração pública federal, redução dos orçamentos das empresas estatais, aperto monetário, controle de reajustes salariais, por meio de mudanças na legislação etc.

Partindo da possibilidade de medir perfeitamente a contribuição de todos os choques inflacionários correntes à taxa de inflação, Lopes conclui:

“O resíduo não explicado pelos choques é uma componente de inflação pura, que denominamos de tendência inflacionaria. Se não houvesse nenhuma pressão no sentido de mudanças efetivas ou desejadas em preços relativos, a taxa de inflação seria igual a esta tendência.” (Lopes, 1986 pp.122).

Logo, apresenta sua proposta alternativa a visão ortodoxa:

“Existem basicamente duas hipóteses sobre a natureza da tendência inflacionaria. O ponto de vista convencional dominante na literatura estrangeira explica a tendência com base nas expectativas inflacionarias. A hipótese alternativa, que defenderemos aqui, explica a tendência em termos da inércia inflacionaria que resulta de um padrão rígido de comportamento dos agentes econômicos em economias cronicamente inflacionadas.” (Lopes, 1986 pp.122).

De acordo com Lopes, na fixação de seus preços ou rendimentos, os agentes econômicos olhavam não para o futuro, mas para o passado, na tentativa de manter sua participação relativa na renda: a tendência da inflação era, desse modo, a de permanecer constante.

O ponto fundamental da concepção da teoria inercial é que, em um ambiente cronicamente inflacionário, os agentes econômicos adotam um comportamento altamente defensivo na formação de preços e salários, com o objetivo de recompor o pico de seu rendimento real em cada reajuste. Quando todos os agentes seguem essa mesma estratégia, a taxa de inflação assume um caráter inercial, tendendo a perpetuar-se, isto é, a inflação corrente torna-se igual à inflação passada. Nesse caso, o processo inflacionário subsiste independentemente da ocorrência de choques, de oferta ou de demanda.

Em outras palavras, a inflação corrente é, predominantemente, explicada pela inflação do período anterior. Segundo Modenesi (2005), essa é uma forma didática de se apresentar o cerne da teoria da inflação inercial. Uma inflação inercial é dita pura quando a inflação corrente é igual à verificada no período anterior, conforme a equação (1):

$$\dot{P}^t = \alpha\dot{\Phi}^t + (1-\alpha)\dot{P}^{t-1}, \text{ sendo } \alpha > 0$$

A equação acima representa a concepção de Lopes de que o processo inflacionário possui dois componentes: (i) os choques inflacionários (de oferta e de demanda) ocorridos no período ( $\dot{\Phi}^t$ ); e (ii) a tendência inflacionária, ou componente inercial, que consiste na projeção da inflação passada  $\dot{P}^{t-1}$  para o período corrente.

Lopes acredita que o tratamento para da inflação inercial é o choque heterodoxo, baseado no congelamento de preços e rendimentos, já que acreditava que a tendência inflacionaria não pode ser eliminada pela adoção de medidas de restrição monetária e fiscal, isto é, pela contenção da demanda agregada. O autor definiu sua proposta como:

“O choque heterodoxo [...] consistiria em um congelamento total e generalizado de preços e rendimentos acompanhado por políticas monetárias e fiscais passivas. Mais especificamente, minha proposta foi de um congelamento temporário seguido de uma fase de descompressão com controle de preços, na qual se permitiria uma elevação moderada de preços visando a reajustar a estrutura de preços relativos que tivesse resultado do congelamento.” (Lopes, 1986 pp.134).

Segundo Lopes, a inércia era fenômeno que ocorria em economias cronicamente inflacionárias independentemente da presença ou ausência de mecanismos formais de indexação. Tais mecanismos formais de indexação somente poderiam funcionar para amortecer o impacto de choques reais. Assim, para erradicar a inflação, não bastaria simplesmente eliminar o arsenal de indexação formal, isto é, mecanismos de reajustes de preços e rendimentos instituídos por via legal.

Quanto ao congelamento de preços e salários, Lopes recomendava que deveria ser temporário e seguido por um período de descompressão do controle de preços, com o intuito de reajustar a estrutura de preços relativos resultante do congelamento.

A principal condição era que, antes do congelamento, a economia deveria passar por uma “fase de ressincronização de reajustes”, mediante o encurtamento dos intervalos em que eram realizados. Lopes acreditava ser impossível conseguir uma ressincronização perfeita na prática, contudo, esta poderia ser alcançada através da administração de alguns preços-chave e para o salário.

O Plano Cruzado, adotado em 1986, foi a primeira tentativa heterodoxa de erradicação da inflação, liderada e inspirada na proposta desenvolvida por Francisco Lopes.

### **I.3 Proposta Larida**

Apesar de partilhar do mesmo diagnóstico que Francisco Lopes, André Lara-Resende e Pêrsio Arida desenvolveram uma proposta de desindexação alternativa, que tinha sua defesa na adoção de uma nova moeda plenamente indexada sua principal característica. Esta proposta foi denominada “proposta Larida”.

A reforma monetária sugerida pelos autores tinha como objetivo desmontar a armadilha de um processo inflacionário que se auto-alimentava e que, por isso mesmo, não podia ser detido através do controle de suas causas originais.

A meta a ser alcançada com a proposta Larida era restaurar em sua plenitude o padrão monetário, uma vez que a moeda corrente já não cumpria mais sua função de reserva de valor. Os autores a descreveram como:

“A reforma monetária não visa substituir as medidas de política que atacam os fundamentos dos processos inflacionários. Não tem sentido implementar uma reforma se a inflação advém primordialmente de déficits fiscais ou de choques de oferta. A reforma monetária lida com o componente inercial da inflação – nem mais nem menos.” (Arida & Lara-Resende, 1986 pp. 23)

Para os autores, a proposta heterodoxa de Lopes de congelamento de preços era uma fragilidade que certamente iria, ao final, comprometer o programa de estabilização, inviabilizando-o por não ser neutro do ponto de vista distributivo.

Lara-Resende e Arida entendiam que os processos inflacionários estão diretamente relacionados a perda de credibilidade da moeda. Como solução, sugerem a substituição da moeda atual, o cruzeiro, por uma nova moeda. Essa ideia básica foi derivada da análise das experiências históricas de eliminação das hiperinflações verificadas na Europa no imediato pós-Primeira Guerra Mundial.

Nas hiperinflações, os agentes econômicos percebem muito imediata e agudamente a corrosão do poder de compra de suas rendas, provocada pelo aumento cada vez mais acelerado dos preços. Verifica-se, então, o desaparecimento da ilusão monetária e torna-se mais explícito o conflito distributivo, engolfando toda a população na mais acirrada e aberta batalha distributiva (Modenesi, 2005).

Cabe ressaltar as premissas destacadas por Lara-Resende e Arida para a implantação da proposta Larida na economia brasileira. Dentre elas, destacam-se a não existência de choque de oferta ou excesso de demanda, além da inflação ser predominantemente inercial.

A ideia era que durante algum tempo se teria duas moedas em circulação, sendo que a nova moeda teria paridade fixa em relação à antiga, o cruzeiro. Dessa forma, seria

possível aos agentes econômicos redefinir seus contratos na nova moeda pela média de preços reais dos últimos meses, sem necessidade assim de congelamento de preços.

As elevações dos preços seriam realizadas em intervalos de tempo cada vez menores. À medida que os aumentos vão-se tornando quase simultâneos, no momento da reforma monetária em que a antiga moeda fosse eliminada, a nova corresponderia a preços relativos equilibrados e deixariam de existir perdedores e ganhadores na corrida pela atualização dos preços e proteger sua renda.

Nessas circunstâncias é que uma reforma monetária pode produzir uma súbita eliminação do processo inflacionário. A inflação alcança, então, uma tal magnitude que as defasagens nos aumentos de preços tornam-se tão pequenas que o processo inflacionário perde qualquer efeito distributivo e, portanto, sua própria razão de ser.

“As hiperinflações carregam em si mesmas as sementes de sua autodestruição na medida em que obrigam os agentes a reduzir o período do contrato [isto é, de reajuste de preços e rendimentos]” (Arida & Lara-Resende, 1986 pp.19)

Com a proposta Larida, seus autores tinham como objetivo produzir o mesmo efeito das hiperinflações por meio do artifício de uma reforma monetária, envolvendo a introdução de uma moeda indexada e o encurtamento dos prazos de reajuste de preços.

A precondição para que a proposta de Lara-Resende e Arida pudesse ser utilizada na economia brasileira, era que esta tivesse um sistema de indexação marcado pela assincronia dos reajustes dos preços e rendimentos. Em outras palavras, eles eram remarcados em diferentes períodos, gerando assim, uma grande dispersão de preços relativos.

Uma interpretação da inflação de forma neutra do ponto de vista distributivo exigiria, portanto, o prévio alinhamento dos preços relativos. Na proposta Larida, isso se daria através da adoção de um indexador universal, isto é, que servisse para o reajuste de todos os preços e rendimentos em uma mesma data.

Segundo Modenesi (2005), “a moeda indexada operaria o verdadeiro milagre de produzir, artificialmente, a anulação do efeito distributivo, sem a concomitante ocorrência dos efeitos indesejáveis da hiperinflação: o clima de total insegurança e

incerteza que, contaminando todos os agentes, materializa a ameaça de paralisia e desorganização da atividade econômica”.

Lara-Resende e Arida colocaram da seguinte forma:

“Uma reforma monetária separa o efeito desejado – qual seja, a redução do período de indexação – de sua causa espontânea, a saber, a aceleração da inflação. A reforma monetária encolhe a memória inflacionária do sistema econômico na ausência de uma hiperinflação.” (Arida & Lara-Resende, 1986 pp.19)

Na proposta Larida, com a introdução de uma nova moeda indexada, que circularia juntamente com a moeda antiga, a tendência era o encolhimento da memória inflacionária. Depois de algum tempo, o cruzeiro seria tirada de circulação e permaneceria a nova moeda em que os preços estavam estabilizados, isto é, livres da inflação.

A lógica da proposta Larida consistia em reproduzir o mecanismo de autodestruição súbita das hiperinflações, tudo se passando como se, na moeda velha, os preços se reajustassem instantaneamente ou os períodos de todos os reajustes se reduzissem a zero. A memória inflacionária encurtaria tanto que a inflação passada se tornaria irrelevante.

Um dos principais objetivos era recuperar a função de reserva de valor da moeda, que no caso de inflações muito elevadas, são prejudicadas. Ao proteger a nova moeda da inflação, a sua velocidade de circulação seria baixa, o que contribuiria para que a moeda desempenhasse uma de suas principais funções. O público acabaria cada vez mais disposto a manter um volume maior de encaixes monetários.

Nesse contexto, a política monetária desempenharia um papel inteiramente passivo, limitando-se a atender o previsível crescimento da demanda por moeda, cuja oferta seria gerenciada de forma a se impedir uma redução do seu estoque real, buscando-se evitar uma previsível crise de liquidez.

Da mesma forma que na proposta do choque heterodoxo de Lopes, a estratégia de introdução de uma moeda indexada apresentaria, como vantagem em relação ao tratamento ortodoxo, seu caráter não-recessivo.

No entanto, diferentemente do choque heterodoxo de congelamento de preços e salários, a proposta de Lara-Resende e Arida não interferir no livre funcionamento dos mercados. Ela não introduziria nenhuma medida de conteúdo compulsório: a conversão de preços era voluntária e, ainda, dispensava os problemáticos controles administrativos de preços.

Antes de a moeda indexada ser considerada como solução para a inflação brasileira, foram feitas cinco tentativas de erradicação da inflação com planos econômicos que, dentre outras medidas heterodoxas, adotaram alguma forma de congelamento de preços. Esses Planos – Cruzado (1986), Bresser (1987), Verão (1989), Collor I (1990) e Collor II (1991) – partiram do diagnóstico inercialista da inflação e se inspiraram no choque heterodoxo. Eles não foram bem sucedidos, já que conseguiram apenas reduzir a inflação por um período curto de tempo, mas não foram capazes de manter a estabilidade no médio e longo prazo.

A realização da reforma monetária que instituiu o Real em 1994, inspirada na proposta Larida, foi um pré-requisito fundamental para manter sob controle a inflação por intermédio da adoção do regime monetário de metas cambiais, que será abordado no próximo capítulo.

Citando Modenesi (2005),

“[...] foram necessários dez anos e seis fracassadas tentativas de estabilização para que a proposta da moeda indexada conquistasse a necessária adesão política e se impusesse, afinal, como a solução que restava para controlar a inflação brasileira.”

## **II – O PLANO REAL**

De acordo com Modenesi (2005), a adoção do Plano Real constitui um dos mais relevantes eventos da história econômica brasileira contemporânea, ao ter encerrado a sucessão de cinco tentativas fracassadas de combate a inflação que marcou a condução da política econômica do país, foram eles os planos Cruzado, Bresser, Verão, Collor I e Collor II.

A construção do Plano Real teve duas grandes referências: o Consenso de Washington e a experiência do Plano Cruzado.

O Consenso de Washington foi de grande importância para os países da América Latina. Em muitos os lugares onde foram adotados, os planos de estabilização seguiram o mesmo roteiro: combate a inflação, utilizando a dolarização da economia e a valorização das moedas nacionais como armas, associado a uma grande ênfase na necessidade de um "ajuste fiscal" (Filgueiras, 2006).

Quanto à segunda referência, a experiência do Plano Cruzado foi de grande importância para a construção do Plano Real, aliada as discussões entorno da inflação inercial. Além disso, o debate entre as propostas de Francisco Lopes e Pésio Arida e Lara-Resende serviu para indicar os procedimentos que não deveriam ser repetidos.

### **II.1 As três fases do Plano Real**

Modenesi (2005) definiu o Plano Real como "uma estratégia de estabilização de preços que se fundamentou na adoção de um novo padrão monetário e na implementação de uma âncora cambial."

O autor dividiu a implantação do Plano em três sucessivas fases: o ajuste fiscal, a reforma monetária e a adoção de uma âncora cambial, que será detalhado a seguir.

Vale ressaltar ainda a mudança no diagnóstico da inflação brasileira na elaboração do Plano Real frente aos planos de estabilização anteriores. Isso fica claro ao se olhar para as suas primeiras fases, que evidencia o desajuste das contas públicas

como uma das causas para inflação e a necessidade da desindexação para a estabilidade de preços, no entanto sem a utilização de congelamentos de preços.

### **II.1.1 Primeira fase: Ajuste Fiscal**

Do ponto de vista fiscal e monetário, o Plano Real estava longe de oferecer garantias suficientes no período de 1993 e 1994. A equipe econômica da época reiterava constantemente a sua determinação de mudar o regime fiscal-monetário, isto é, de realizar modificações de caráter fundamental no campo das finanças públicas e da gestão da moeda, inclusive como pré-condição das medidas de desindexação.

Na primeira fase do Plano Real o governo da época se preocupou em criar as condições fiscais mais adequadas, através da busca do equilíbrio orçamentário da União. Acreditava-se que o ajuste das contas públicas era pré-condição para que o novo plano de estabilização tivesse sucesso.

Bacha (1994) chamou a atenção para a relação negativa entre o déficit fiscal e a taxa de inflação, chamado de efeito Tanzi às avessas. Este efeito decorria basicamente de dois fatores: o primeiro derivava do fato que o orçamento embutiria uma previsão inflacionária inferior à efetivamente observada, o que favorecia a redução do déficit já que apenas as receitas se encontravam indexadas; o segundo fator era o gerenciamento de caixa do Tesouro Nacional, que adiava a realização de suas despesas, corroendo o valor real dos gastos. O temor era que, num momento de contenção do processo inflacionário, o mecanismo funcionasse de forma oposta, elevando o valor real das despesas do governo federal.

Com o objetivo de proporcionar este ajuste necessário, foram implementados o Programa de Ação Imediata (PAI) e o Fundo Social de Emergência (FSE). O primeiro previa:

“(...) um conjunto de medidas voltadas para a reorganização do setor público, incluindo: redução e maior eficiência de gastos; recuperação da receita tributária; fim da inadimplência dos Estados e Municípios com a União; controle dos bancos federais; aperfeiçoamento e ampliação do programa de

privatização.” (Exposição de Motivos no 395, de 7/12/1993, p.3, em Modenesi (2005)).

O segundo instrumento permitiu ao Governo executar cortes em seu orçamento para o ano de 1994 e deu uma maior flexibilidade na utilização dos seus recursos, bem como um maior controle no seu fluxo de caixa.

O objetivo do FSE era reduzir a excessiva rigidez dos gastos públicos, possibilitando ao governo obter graus de liberdade na condução da política fiscal, através do controle ou até mesmo diminuição das despesas.

As iniciativas tomadas nesse período procuraram responder ao problema do desequilíbrio orçamentário do Estado, em particular a sua fragilidade de financiamento, considerado como um dos elementos cruciais da aceleração da inflação no Brasil.

Entretanto, nenhum dos dois instrumentos foi capaz de garantir um equilíbrio fiscal no longo prazo, apenas contribuíram para o ajuste das contas publicas no curto prazo.

Pode-se verificar isto através da análise da Tabela 2, onde a necessidade de financiamento do setor público cresceu consideravelmente, entre o período anterior ao Real, 1991 a 1994, e o período seguinte, de 1995 a 1998. Foi registrada uma diferença de 4,8% do PIB entre estes períodos.

Ainda na Tabela 2, pode-se ver uma transformação do superávit operacional do primeiro período em déficit operacional para o segundo período, com uma diferença de 3,1% do PIB, além da elevação da despesa com juros de 3,3% do PIB para 5%, no mesmo período.

**Tabela 2 – Evolução das Contas Públicas (% do PIB): 1991 a 1998**

Composição	Média 1991 a 1994	Média 1995 a 1998	Diferença
Necessidade de financiamento do Setor Público	0,4	5,2	4,8
Déficit Primário	-2,9	0,2	3,1
Despesa com Juros (reais)	3,3	5,0	1,7

Fonte: Modenesi (2005).

Apesar do ajuste fiscal proposto no Plano não ter sido eficaz, sua ausência não impediu a queda da inflação no período estudado. Na realidade, a inflação foi reduzida continuamente, até a crise de 1999.

Enquanto que o ajuste fiscal não comprovou, na prática, ser pré-condição para a estabilidade, será evidenciado que a desindexação promovida pela URV teve importante papel no combate à inflação brasileira.

### **II.1.2 Segunda fase: A Reforma Monetária**

A fase seguinte ao ajuste fiscal, que teve início em março de 1994, visava a eliminação ou redução do componente inercial da inflação, por meio de uma reforma monetária inspirada na proposta de Pêrsio Árida e Lara-Resende, a moeda indexada.

Conforme discutido no capítulo anterior, pressupunha-se que a inflação brasileira era fundamentalmente inercial. No entanto, diferente do que ocorreu com os planos anteriores, foi utilizada a proposta da moeda indexada como forma de eliminar o componente inercial, e não o congelamento de preços, previsto na proposta de Francisco Lopes.

A longa duração e a intensidade do processo inflacionário brasileiro acabaram gerando um amplo e complexo sistema de indexação de preços e rendimentos, o que tornava difícil a interrupção deste processo.

Em uma economia fortemente indexada, como a brasileira, o aumento de preços vem em resposta a um aumento nos custos, e os custos aumentam em função de um aumento de preços, ou seja, a inflação acaba por se auto-sustentar.

Modenesi (2005) chama a atenção para o fato de o sistema de indexação brasileira ser marcado por uma elevada assincronia no reajuste dos preços e rendimentos. Ou seja, caso houvesse uma interrupção brusca do processo inflacionário ocorreria efeitos distributivos de grande magnitude, já que ocorreria uma transferência de renda dos agentes cujos contratos estavam defasados em favor daqueles que recentemente foram reajustados.

Com o objetivo que a interrupção da inflação fosse neutra do ponto de vista distributivo, era preciso alinhar os preços relativos através de um indexador universal, isto é, que servisse de referência para o reajuste de todos os preços em um mesmo momento.

Com este propósito, a Unidade Real de Valor (URV) foi instituída para alinhar os preços relativos da economia brasileira, além de funcionar como um mecanismo de coordenação das expectativas inflacionárias.

Em 1º de março de 1994, foi criada a URV, uma unidade de conta plenamente indexada, que evoluía de acordo com a variação *pro rata* dia de um conjunto formado pelos três índices de preços mais utilizados no Brasil: Índice Geral de Preços de Mercado (IGP-M), Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) e Índice de Preços ao Consumidor (IPC).

O objetivo da segunda fase do Plano Real ao introduzir a URV, era caracterizá-la como principal instrumento auxiliar a reorganização das demandas sociais nas novas bases, ou seja, expressar as demandas em uma única unidade de conta.

Sicsú (1996) descreve o principal objetivo da URV:

“Um plano de estabilização deve, portanto, necessariamente reorganizar o rol das demandas sociais pelo produto, compatibilizando-as e unificando-as em uma única unidade monetária. Nas hiperinflações, isso ocorre como consequência da aceleração avassaladora dos preços. Na alta inflação, as condições propícias à estabilização não surgem espontaneamente. Nesse sentido, devem ser estimuladas artificialmente com políticas econômicas. A URV foi criada com o objetivo de cumprir o mesmo papel que o dólar cumpre nas hiperinflações. A URV foi criada para diarizar a economia, para organizar a demanda pela renda real. A soma de todas as remunerações em URV deveria ser exatamente igual ao valor do produto medido na mesma unidade.” (Sicsú, 1996, p.73).

Modenesi (2005) chama a atenção para uma importante diferença entre a proposta Larida e a URV: não foi adotado um sistema bi-monetário propriamente dito. A URV era somente uma unidade de conta, isto é, não desempenhando a função de meio de troca.

Neste momento, evidenciou-se a natureza específica da dolarização proposta para a economia brasileira, que funcionaria como um mecanismo de alinhamento de preços relativos e de coordenação na formação de preços e de expectativas inflacionárias.

Concomitantemente à criação da URV, o Banco Central se comprometeu a vender dólares sempre que a paridade URV/dólar se igualasse a 1, deixando a moeda flutuar livremente para baixo, introduzindo-se, desse modo, uma banda cambial assimétrica, cujo teto era igual a 1 URV.

Em 1º de julho de 1994, a URV se tornou uma moeda plena, sob a denominação de Real, completando a reforma monetária. Isto é, a URV deixou de ser apenas uma unidade de conta e também passou a desempenhar as funções de meio de troca e de reserva de valor.

### II.1.3 Terceira fase: A Âncora Cambial

A terceira fase do Plano Real ocorreu de julho de 1994 a janeiro de 1999. Pode-se dizer que seu início deu-se com a publicação da Medida Provisória no. 542.

Esta MP deu curso legal a nova moeda, além de determinar as condições de emissão e lastreamento da nova moeda.

Nesta terceira fase verificaram-se duas diferentes abordagens. Enquanto Modenesi (2005) encara esta fase como a adoção de uma âncora cambial, Figueiras (2006), muito pela importância da publicação da MP no. 542, define-a como a implantação da nova moeda, o Real.

Vamos seguir a primeira abordagem, que enfatiza a importância da âncora cambial para o início do Plano Real.

A MP citada tinha como algumas de suas principais medidas a adoção de metas para a base monetária, que poderiam ser alteradas em até 20% pelo Conselho Monetário Nacional (CVM); o lastreamento da base monetária em reservas internacionais; o estabelecimento de uma paridade fixa entre o real e o dólar, que poderia ser alterada pelo CVM; a transferência da competência de emissão monetária do CVM para o Congresso Nacional e a modificação em sua composição; e a criação de canais de comunicação, facilitando o monitoramento da condução da política monetária pelos poderes Executivo e Legislativo.

Antes da âncora cambial, houve uma tentativa, entre julho e setembro de 1994, de adoção do regime de metas monetárias, amplamente criticada à época, que acabou não sendo bem-sucedida.

Um dos motivos para isso foi que a estabilidade da velocidade de circulação da moeda – condição necessária para o sucesso do regime de metas monetárias – não se verificou, pois a interrupção do processo inflacionário havia gerado uma forte redução na velocidade-renda de circulação da moeda.

Com isso, rompeu-se a relação entre os agregados monetários e o nível geral de preços. Consequentemente, não foi possível ao BCB determinar *ex ante* qual volume de oferta monetária seria compatível com a estabilidade de preços.

Como as metas para os agregados monetários não foram cumpridas e o Real se sobrevalorizou excessivamente por força da entrada de volume expressivo de divisas no país, a âncora monetária foi substituída pela âncora cambial.

“Quase todos os planos de estabilização procuram na partida, uma referencia sólida. O dólar tem servido àquele propósito de funcionar como âncora na estabilidade.” (Prado, 2005 pp.197).

O condicionamento para o sucesso do Plano era a coexistência da âncora monetária com a âncora cambial. Para que isso funcionasse, o governo deveria optar por restringir pesadamente as entradas de capital ou deixar o cambio flutuar com limites, adotando um sistema de bandas. Optou-se pela segunda direção.

Pode-se dividir a política cambial adotada nesta terceira fase em quatro etapas, caracterizadas pela adoção dos sistemas de flutuação cambial, taxa de cambio fixa, banda cambial deslizante e banda cambial rastejante. À exceção da primeira etapa da condução da política cambial, que durou apenas três meses, foram sendo adotadas progressivamente variantes mais flexíveis do regime monetário de metas cambiais.

A primeira etapa, o regime de flutuação cambial, que ocorreu entre julho e setembro de 1994, foi marcada pela não intervenção do BCB no mercado de cambio, deixando o Real se valorizar excessivamente, como resultado do forte influxo de capital externo decorrente de uma situação de excesso de liquidez internacional.

De outubro de 1994 a fevereiro de 1995 ocorreu a segunda etapa da política cambial, o regime de cambio fixo. Neste período o Banco Central interrompeu o processo de valorização ocorrido na etapa anterior, realizando leilões de compra de dólares. No entanto, esse quadro favorável de liquidez internacional foi alterado bruscamente ao final de 1994. A eclosão da crise mexicana, em dezembro de 1994, exerceu efeitos adversos sobre os fluxos internacionais de capital para os mercados emergentes.

Em março de 1995, quando o estoque de reservas internacionais do país havia se reduzido significativamente, obrigando o BCB a desvalorizar o Real em 5%, foi adotada a terceira etapa da política cambial, uma banda larga de flutuação para a moeda nacional, que serviria como referencia para a nova estratégia de condução da política

cambial. O BCB começou a realizar intervenções diárias no mercado cambial, manipulando a taxa de cambio no interior da banda larga, de maneira a estabelecer uma minibanda de flutuação do Real.

Em meados de outubro de 1995, o regime monetário foi novamente flexibilizado, inaugurando a quarta fase da política cambial, que se manteve inalterada até a crise de janeiro de 1999. As minibandas assumiram uma inclinação positiva e passaram a ser sistematicamente ajustadas, definindo uma trajetória ascendente quase linear da taxa de cambio. Em relação a etapa anterior, ocorreram duas mudanças no sistema cambial, que caracterizou-a de uma banda rastejante: o ponto médio da banda cambial elevou-se paulatinamente e a amplitude das bandas foi sendo progressivamente alargada.

Sobre a política cambial e suas etapas, Modenesi observa que:

“O fato de o Plano Real ter sido fundamentado na adoção de uma âncora cambial e a existência de diferentes etapas na condução da política cambial não são contraditórios. (...) Primeiro, porque a adoção de um regime monetário de metas cambiais não implica manter uma regra específica e imutável de determinação da taxa de cambio. (...) Em outras palavras, a ancoragem cambial é um fenômeno que admite gradação. (...) O regime monetário de metas cambiais tornou-se progressivamente mais flexível, sem perder, entretanto, sua característica distintiva: a taxa de cambio era determinada em larga medida pelo Banco Central, e não pela interação entre a demanda e oferta de divisas no mercado cambial. Em segundo lugar, independentemente do sistema cambial específico, a estabilidade de preços ficou em grande parte condicionada pela forte concorrência exercida pelos produtos importados..” (Modenesi, 2005 pp.315).

No entanto, o importante a destacar é que a economia brasileira foi exposta a um grau de abertura sem precedentes, ao mesmo tempo em que o Real foi mantido artificialmente sobrevalorizado. Com isso, setores produtivos que historicamente vinham sendo protegidos por barreiras comerciais ou elevadas tarifas de importação foram subitamente expostos à concorrência internacional exercida por produtos de qualidade igual ou superior à produção nacional.

Diante da competição externa, foi necessário que os produtores nacionais praticassem preços compatíveis com os importados.

Sobre esta questão, Gustavo Franco ressaltou que:

“A liberalização ocorreu de forma muito agressiva com o objetivo de expor rapidamente os mais importantes setores industriais à competição externa e também de impor restrição a capacidade dos mesmos de fixar preços. A redução de tarifas foi bastante impressionante, como também a eliminação das barreiras não-tarifárias. Adicionalmente, no início de julho, com a emissão do Real, uma nova política cambial foi iniciada (...) O resultado da influência da combinação das duas novas políticas, cambial e comercial, foi bastante impressionante. O grau de abertura da economia aumentou fortemente: em 1991, a soma das importações e exportações atingira aproximadamente US\$ 50 bilhões. Ela chegaria quase a US\$ 100 bilhões em 1995 (...) Com a abertura da economia, a competição produziu efeitos surpreendentes. A exposição da economia doméstica aos bens importados de elevada qualidade deixou os consumidores atentos ao seu poder de eliminar as pressões inflacionárias espúrias, com o auxílio da lei da oferta e da demanda.” (Franco, 1995 pp. 12).

Apesar de não haver consenso com relação à magnitude da defasagem cambial no período de 1994 a janeiro de 1999, não há dúvida de que a taxa de câmbio vigente nos cinco primeiros anos do Plano Real não era a de equilíbrio.

Para Gustavo Franco, o processo de abertura comercial explicava a extraordinária expansão da taxa de crescimento da produtividade do trabalho ocorrida no Brasil a partir de 1990.

Portanto, pode-se dizer que a política cambial escolhida durante o Plano Real teve como ponto principal manter um certo grau de defasagem entre o Real e o dólar norte-americano, com o objetivo de controlar a inflação.

É certo que o confortável volume de reservas internacionais que o país possuía no início do Plano Real, possibilitou que o BCB sustentasse a sobrevalorização do Real.

Modenesi (2005) conclui “a teoria prevê que o regime monetário de metas de cambiais representa um primeiro estágio na busca pela estabilidade de preços, não devendo ser adotado como uma estratégia permanente de condução da política

monetária. A âncora cambial consiste em mecanismo artificial – que deve ser usado de forma provisória, ou melhor, temporária.”.

### **III – PRINCIPAIS CONSEQUENCIAS DO PLANO REAL**

Este terceiro e último capítulo têm por objetivo apresentar um balanço dos primeiros quatro anos do Plano Real. Destaca-se não apenas a conquista da estabilidade de preços, principal objetivo do Plano, mas também as consequências negativas, tais como a elevação da Taxa Selic, o desequilíbrio das contas externas, o baixo crescimento econômico, a elevação da dívida pública e o aumento do desemprego.

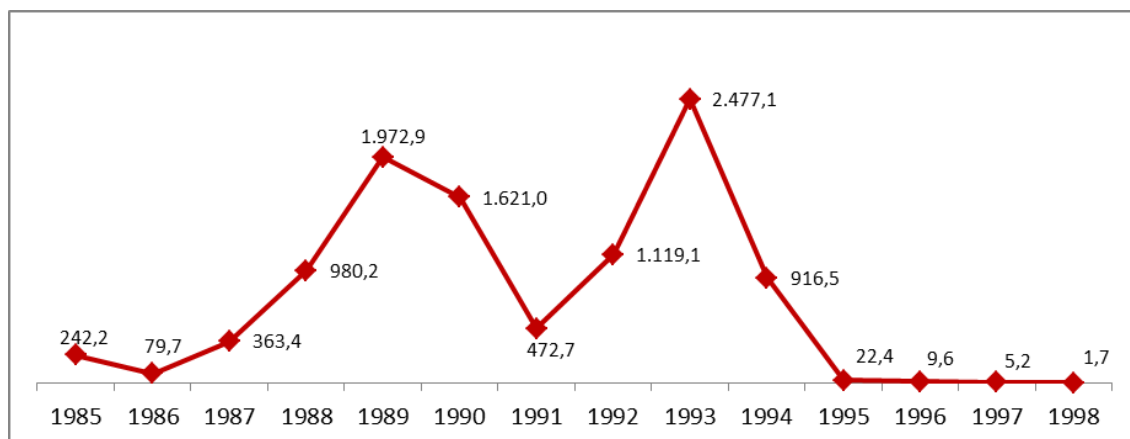
A consequência mais importante do Plano Real foi recuperar a credibilidade da moeda brasileira depois de uma década de erosão contínua e profunda. Apesar da estabilidade da moeda não garantir crescimento econômico, a falta dela acaba provocando ineficiência na economia, com a volatilidade no PIB, na renda e no emprego, desestimulando o investimento.

No entanto, o caminho adotado para alcançar a estabilidade dos preços “aprofundou desequilíbrios estruturais já existentes anteriormente, bem como criou novos, desencadeando uma profunda instabilidade macroeconômica” (Filgueiras, 2006, p.149).

#### **III.1 Estabilidade de Preços**

Com relação à inflação, o sucesso do Plano Real foi incontestável, principalmente se comparado com os demais planos de estabilização, conforme ilustrado no Gráfico 1.

**Gráfico 1 – Inflação - IPCA - (% a.a.): 1985 a 1998**



Fonte: Ipeadata *on-line*.

O Plano foi muito bem sucedido no controle da inflação, diferentemente do ocorrido previamente, quando após alguns meses de queda a inflação voltava mais forte, as taxas de variação anual dos preços caíram continuamente.

A bem-sucedida transição da velha para nova moeda, com o uso da URV, extinguiu o componente inercial da inflação, e a combinação da abertura comercial, com a sobrevalorização cambial, impediu seu retorno, num primeiro momento, e forçou a sua queda posteriormente. A diminuição do ritmo da atividade econômica, particularmente a partir do último trimestre de 1997, teve impacto decisivo para reduzi-la ainda mais, levando-a a aproximar-se de 1% ao ano.

A Tabela 3 mostra que independente do índice de preços que se queira considerar, por atacado ou ao consumidor, pelas mais diversas instituições de pesquisa e com o uso de distintas metodologias, em todos os casos houve queda significativa da inflação.

**Tabela 3 – Variação Percentual dos Índices de Preço: 1993 a 1998**

Acumulado	IGP-DI	IGP-M	IPC-FIPE	INPC	Média
1993	2.708,3	2.567,3	2.490,9	2.489,1	2.563,9
1994/1o sem	763,12	732,26	780,18	759,15	758,69
1994/2o sem	16,97	16,52	18,30	19,81	17,79
1995	14,78	15,24	23,17	21,98	18,79
1996	9,34	9,20	10,03	9,12	9,42
1997	7,48	7,74	4,82	4,34	6,09
1998	1,70	1,79	-1,79	2,49	1,04

Fonte: Modenesi (2005).

O trecho abaixo ressalta a importância da estabilização dos preços para a história econômica do país:

“Passada uma década, não há dúvida: o advento do Real constitui um marco na história econômica do país. O Brasil pós-Real não é o mesmo. Ao longo desses anos, operou-se radical mudança no comportamento dos brasileiros enquanto agentes econômicos. A sociedade tem hoje percepção distinta da que tinha em relação à inflação. Felizmente, uma atitude de aceitação da inflação deu lugar ao entendimento de que é mais fácil e melhor viver num país em que os preços são estáveis e previsíveis.” (Modenesi & Modenesi, 2004).

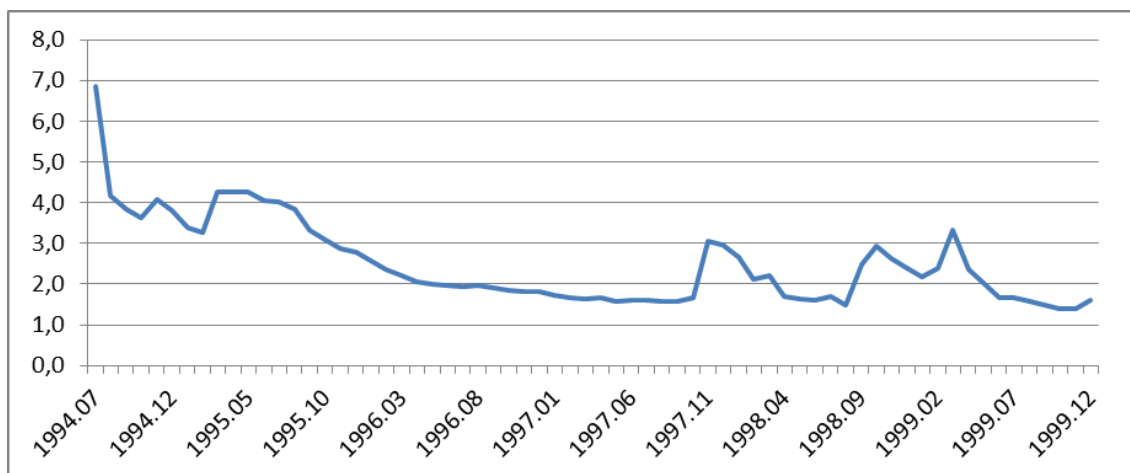
### **III.2 Elevação da Taxa Selic**

Conforme explicitado acima, o Plano Real atingiu o seu objetivo explícito, e mais imediato, que era derrubar a inflação. No entanto, a conquista da estabilidade de preços gerou alguns desequilíbrios importantes, como a alta da taxa Selic.

A taxa Selic foi um dos principais instrumentos de controle da inflação. A política de juros altos, para sustentar a política cambial de sobrevalorização do Real, conseguiu manter os gastos em consumo e investimento fortemente reprimidos.

Um dos objetivos de elevar a taxa de juros era justamente evitar uma “explosão de consumo” como verificado durante o Plano Cruzado. Quando a inflação reduz de forma abrupta, há uma tendência de aumento de demanda.

**Gráfico 2 – Taxa de juros - Over / Selic - (% a.m.): jul/1994 a dez/1999.**



Fonte: lpeadata *on-line*.

A manutenção das taxas de juros elevadas decorre da necessidade de se manter elevados níveis de reservas cambiais, que, ao dar confiança aos investidores estrangeiros, possibilitava manter a “âncora cambial”. Logo, os aumentos sucessivos dos déficits fiscais e o rápido e acelerado endividamento do setor público, que se realimentam reciprocamente, derivam do crescimento dos juros pagos pelas dívidas interna e externa.

Além disso, a taxa de juros alta contribui para que a taxa de câmbio seja baixa, ou que o Real se mantenha valorizado, objetivo da política econômica da época quando adotou a âncora cambial.

Bresser-Pereira (2005) procura esclarecer os motivos para a taxa Selic seja tão alta:

“Em um primeiro nível, a taxa Selic real é alta porque o Banco Central vem infrutiferamente procurando alongar o perfil da dívida, para isso se prontificando a elevá-la ou a indexá-la. Em vez de o desejável alongamento da taxa de juros ser o resultado do crédito que pouco a pouco deve voltar à economia brasileira, à medida que se adota uma política macroeconômica responsável — ou seja, ao passo que a inflação se mantém sob controle, a taxa de câmbio fica em um nível competitivo, o déficit em conta corrente é zerado e a dívida externa começa a se reduzir em relação às exportações, e na medida em que a taxa de juros é baixa e o déficit público se reduz por meio de uma política austera de redução das despesas correntes, de forma que a dívida pública em relação ao PIB caia — as autoridades econômicas imaginam alcançar esse alongamento com a elevação da taxa de juros e a indexação dos títulos públicos não apenas à inflação, mas à própria taxa Selic. O pressuposto equivocado, nesse caso, é o de que se não houver a indexação e a manutenção de taxa de juros elevada, o mercado não financiará os títulos, quando sabemos que os grandes bancos que dominam esse mercado não têm alternativa de aplicação de curto prazo de seus recursos senão rolando os títulos públicos.” (Bresser-Pereira, 2005 pp. 12-14)

Outra justificativa apresentada pelo autor é a utilização abusiva do Banco Central, não apenas como instrumento para controle da inflação como também em ferramenta para atrair capitais externos e para reduzir o déficit em conta corrente quando este aumenta perigosamente.

Giambiagi (2011) ressalta a importância da elevação da taxa de juros para o sucesso do Plano Real:

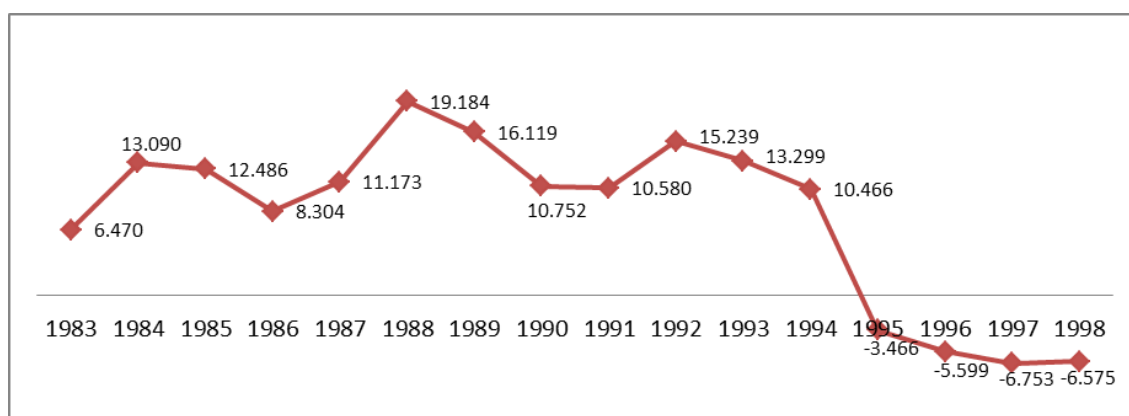
“Podemos concluir que, nas difíceis circunstâncias de 1995, o Plano Real foi salvo por dois fatores: a política monetária, pois sem os juros altos daquela época dificilmente ele teria escapado de sofrer o mesmo destino que os planos que o antecederam; e a situação do mercado financeiro internacional, pois se este não tivesse retornado à ampla liquidez e busca pela atratividade dos mercados emergentes, a política monetária *per se* provavelmente teria sido incapaz de assegurar o êxito do Plano.” (Giambiagi, 2011 pp. 168)

### III.3 Desequilíbrio das contas externas

Além da elevação da taxa Selic, a sobrevalorização cambial adotada no Plano Real também impactou negativamente nas contas externas do país.

O Gráfico 3 ilustra este efeito negativo na balança comercial.

**Gráfico 3 – Balança comercial - (FOB) - saldo - US\$ (milhões).**



Fonte: Ipeadata *on-line*.

A rápida e profunda alteração das contas externas do país, na década de 1990, pode ser constatada quando se compara o desempenho da sua conta de transações correntes antes do Real (1990/94) e depois do Real (1995/1998), considerando os Governos Collor e Itamar Franco, de um lado, e o Governo de Fernando Henrique Cardoso, de outro.

O efeito “colateral” desta estratégia apareceu, de imediato, no surgimento de déficit na balança comercial do país. De um superávit de mais de US\$ 10 bilhões, em 1994, o país passou a obter saldos negativos crescentes entre 1995 (US\$ 3,35 bilhões) e 1998 (US\$ 6,6 bilhões). A diminuição do déficit, neste último ano, em relação a 1997, se deveu, essencialmente, à queda das importações em mais de 10%, decorrente da redução do nível de atividade do país, uma vez que as exportações também reduziram-se em relação a 1997.

Entre 1994 e 1998, as exportações cresceram 20% enquanto as importações deram um salto de 80%.

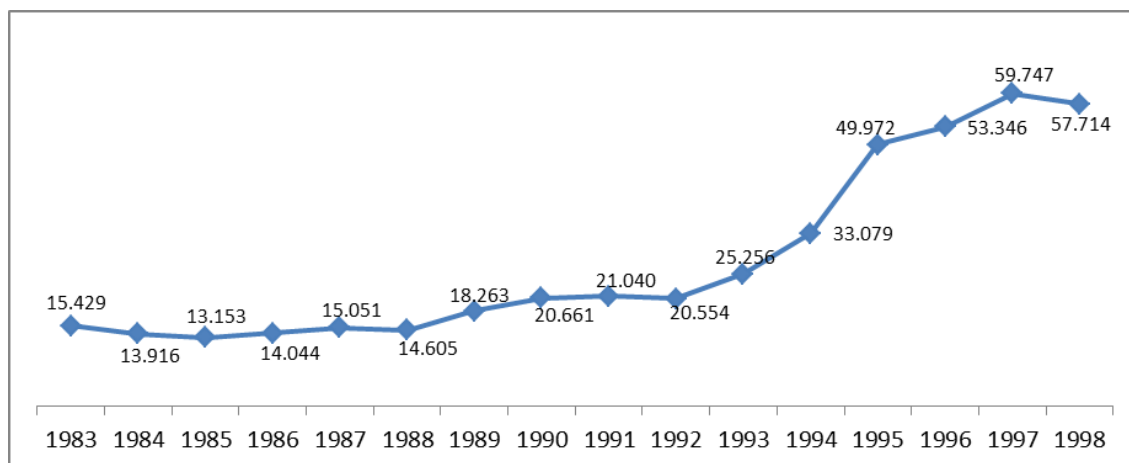
A soma dos crescentes resultados negativos da balança comercial e de serviços, ao mesmo tempo, levou a uma deterioração da conta de transações correntes no período, fragilizando o país enormemente do ponto de vista de suas relações externas.

Com relação à balança de capitais, houve notoriamente um crescimento da entrada líquida de capitais no país, a partir de 1992, que expressou exatamente a nova situação, de grande liquidez, dos mercados financeiros internacionais, bem como a incorporação dos “mercados emergentes” nos novos circuitos internacionais de capital.

A partir de 1995, o saldo positivo na balança de capitais deu saltos sucessivos. Isso se deveu, sobretudo, ao crescimento dos empréstimos e financiamentos, que alcançaram o montante de US\$ 65 bilhões, em 1998, mas também em virtude do retorno do capital estrangeiro na forma de investimentos diretos, associados às privatizações e às aquisições de empresas nacionais, fragilizadas pela abertura comercial e / ou pelas altas taxas de juros.

Os fatos tem demonstrado que o excesso de demanda não é nem global, nem proveniente do setor público, cujas contas têm apresentado déficits primários bastante reduzidos, ou mesmo pequenos superávits. Na verdade, esse excesso se refere à demanda existente por produtos estrangeiros, em virtude da mudança de preços relativos, propiciada pela sobrevalorização do Real desde o início do Plano, entre os “bens comercializáveis” e os “bens não comercializáveis”- que, ao favorecer os primeiros, inverteu, rapidamente, os saldos positivos da balança comercial e fragilizou externamente o país.

**Gráfico 4 – Importações - (FOB) - US\$ (milhões).**



Fonte: Ipeadata *on-line*.

### **III.4 Baixo crescimento econômico**

Vale ressaltar que o sucesso no combate à inflação esteve diretamente associado ao fato de a economia brasileira manter-se pouco aquecida no período.

A estratégia adotada, evidentemente, teve impactos negativos sobre os níveis de produto e emprego. Em 1994, cujo segundo semestre fez parte da fase inicial de adoção da nova moeda, o PIB cresceu 5,33%. Com as medidas tomadas pelo Governo em março de 1995, tendo por objetivo responder à crise do México, a taxa de crescimento do PIB se reduziu para 4,42%.

No ano seguinte, ainda sob o impacto da crise de inadimplência de 1995, que levou ao fechamento e incorporação de dois dos maiores bancos brasileiros, a taxa de crescimento caiu pela segunda vez, ficando em 2,15%. Em 1997, a taxa voltou a crescer para 3,38% - a crise da Ásia só impactou a partir de outubro -, para cair novamente, tornando-se negativa em 1998 (-0,04%).

**Tabela 4 – PIB - variação real anual - (% a.a.)**

PIB - var. real anual - (% a.a.)				
1994	1995	1996	1997	1998
5,33	4,42	2,15	3,38	0,04

Fonte: Ipeadata *on-line*.

### **III.5 Elevação da dívida pública**

Em resumo, esses dados indicam que, embora os novos fluxos de capitais internacionais já estivessem disponíveis para os países “emergentes”, desde o final dos anos 1980, a virada nas contas externas do Brasil só ocorreu, de fato, a partir do Plano Real. Assim, ela derivou de uma decisão política das autoridades econômicas do país, que escolheram o endividamento externo e interno, numa velocidade nunca antes vista, como instrumento de estabilização dos preços, aumentando dramaticamente a dependência externa do país, mas viabilizando o clima político favorável para a implementação das reformas liberais e das privatizações, e também, evidentemente, para a reeleição do Presidente Cardoso.

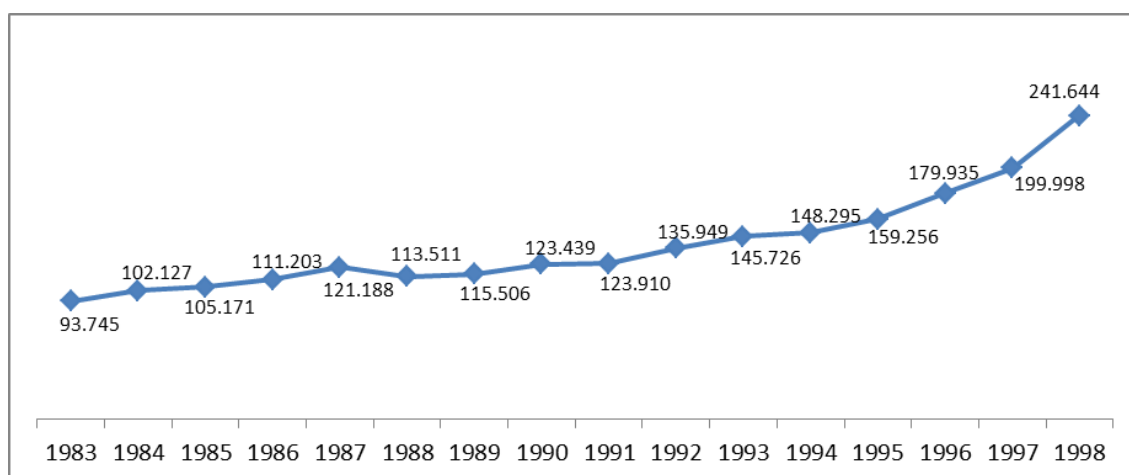
O excesso de gastos do setor público determinou, de um lado, a fixação de taxas de juros elevadas para se atender aos poupadores que financiam o déficit público e, de outro, o que é ainda pior, o crescimento do déficit externo. Portanto, o desempenho do setor público seria o principal responsável pelo desequilíbrio interno e externo da economia, bem como a maior ameaça para a estabilidade da moeda e a principal restrição para se obter maiores taxas de crescimento da economia – uma vez que ele “não consegue viver com SUS próprios meios”.

O ano de 1998 se encerrou com um elevadíssimo déficit da conta de transações correntes 4,5% do PIB – contra menos de 0,5% em 1994 -, apesar do baixo nível de atividade econômica do país, isto é, uma redução do PIB de 0,12%. Além disso, o déficit público operacional de todo o setor público, atingiu, em dezembro de 1998, a

incrível marca de 7,71% do PIB, quando em 1994, apontava-se um superávit de 1,4%. O déficit público nominal, por sua vez, passou de 7,2% do PIB, em 1995, para 8,2%, em 1998, apesar de a estagnação econômica e a taxa de inflação terem ficado em torno de 1%, superando, assim, a meta prevista para dezembro, de acordo com o FMI, de 8,1% do PIB.

Desde o início do Plano Real, as contas do setor externo e do setor público se deterioraram de forma acelerada, principalmente a partir de março de 1995, quando o Governo, seguindo sua estratégia de estabilização, teve de elevar as taxas de juros para enfrentar a fuga de capitais decorrente da crise do México. Desde esse momento, os déficits operacional e nominal cresceram e a dívida pública deu saltos sucessivos.

**Gráfico 6 – Dívida externa - US\$ (milhões).**



Fonte: Ipeadata *on-line*.

Giambiagi (2011) resume os desequilíbrios observados até o momento:

“Entre 1995 e 1998, houve um progresso desgaste da âncora cambial como instrumento básico da política econômica. Embora essa âncora tivesse sido funcional em um primeiro momento para o combate à inflação, com o passar dos anos os problemas dela decorrentes começaram a se mostrar crescentemente onerosos. Por um lado, porque a deterioração da conta-corrente estava gerando um aumento acelerado dos passivos externos do país. E, por outro, porque a necessidade de compensar esse déficit externo mediante a entrada de capitais que se sentissem atraídos pelas elevadas taxas de juros oferecidas no mercado passou a gerar uma despesa financeira significativa. Isso, por sua vez, pressionava as contas públicas e contribuía para piorar a trajetória da relação dívida pública/PIB, além de representar um entrave para a melhora do nível de atividade. A política econômica baseada na combinação de déficits em conta corrente e de taxas de juros reais elevadas poderia ser sustentada enquanto houvesse espaço para a ampliação do endividamento, tanto externo como público.” (Giambiagi, 2011 pp. 174)

### **III.6 Aumento do desemprego**

Quanto a taxa de ocupação, o Plano Real levou, no primeiro momento a uma queda da taxa de desemprego, para, posteriormente crescer.

A evolução das taxas de desemprego, por qualquer pesquisa que se queira considerar em que pesem as suas distintas metodologias, indica que, embora existam, de fato, fatores estruturais que influenciam os patamares de desemprego em sua tendência de longo prazo – que se associam ao processo de reestruturação produtiva pelo qual passa a economia brasileira, principalmente desde o início da presente década -, a política de estabilização, consubstanciada no Plano Real, tem provocado flutuações conjunturais nas taxas de desemprego, que acompanham de perto flutuações do nível de atividade econômica.

No período de 1995 a 1998, conforme observamos na Tabela 5 abaixo, as taxas de desemprego voltaram a crescer, principalmente nesse último ano, em razão das medidas de política econômica adotada a partir de outubro de 1997, tentando-se estancar a fuga de capitais impulsionada pela crise da Ásia.

Ao se analisar a taxa de desemprego de 1994, de 5,4%, e 1998, de 8,3, nota-se um aumento de mais de 50% neste indicador.

Em síntese, há uma tendência estrutural, de longo prazo, associada à reestruturação produtiva, de elevação das taxas de desemprego, que aponta para um fenômeno que tende a ser geral no mundo capitalista contemporâneo. Entretanto, a existência de patamares muito diferentes para essas taxas entre diversos países indica que existem características e circunstâncias que são peculiares a cada um deles.

**Tabela 5 – Taxa de desemprego - (%)**

Taxa de desemprego - (%)				
1995	1996	1997	1998	1999
6,66	7,59	8,46	9,75	10,44

Fonte: Ipeadata *on-line*.

## CONCLUSÃO

A inflação no Brasil foi, por muito tempo, o principal problema econômico. Foram muitos os pacotes e planos elaborados para sanar o problema, sendo a maioria ineficaz no médio e longo prazo.

Inúmeras estratégias e propostas surgiram, principalmente a partir da década de 1980 com o objetivo de estabilizar os preços. No entanto, foi apenas com o Plano Real que a tão sonhada estabilidade de preços tornou-se realidade.

Quando comparado aos planos predecessores, o Plano Real teve alguns diferenciais importantes, como a inicial preocupação com o excessivo gasto público e a preocupação em eliminar o componente inercial da inflação, através da utilização de uma “quase moeda”, a URV.

Não há dúvidas de que o Plano Real atingiu seu principal objetivo, que era a queda e controle da inflação. A sua variação entre os anos de 1993, antes da implantação do Plano, e 1998 foram significativas e de queda contínua. No entanto, o passar dos anos revelou a instabilidade no lado real da economia, com reflexo negativo na volatilidade do crescimento, baixo investimento, entre outros desequilíbrios.

A conjunção do processo de abertura comercial com a manutenção do Real artificialmente sobrevalorizado, tornando os bens nacionais relativamente caros em relação aos internacionais, exerceu forte pressão sobre o nível gerais de preços, contribuindo diretamente para a queda da inflação.

Todavia, com a abertura econômica e a utilização da âncora cambial, fazia-se necessário um elevado nível de reservas, que foram sustentadas por altíssimas taxas de juros. O resultado foi a deterioração de todas as outras variáveis macroeconômicas, exceto a inflação. Esse impacto negativo se fez sentir, ano a ano, numa baixa taxa de crescimento do PIB, com períodos de estagnação e recessão aberta, que levou ao aumento das taxas de desemprego.

Durante esta primeira fase do Plano Real, de 1994 a 1998, houve um progressivo desgaste da âncora cambial como instrumento básico da economia. A sua importância num primeiro momento ao combate à inflação perdeu lugar no momento em que seus problemas se mostraram crescentemente onerosos.

A política econômica baseada na combinação de déficits em conta corrente e de taxas de juros elevadas perdeu forças principalmente devido as crises internacionais deste período, que dificultava cada vez mais o financiamento externo.

Mediante a crise cambial brasileira em 1999, viu-se a necessidade de abandonar o sistema de metas cambiais, já insustentáveis, principalmente em função da drástica redução no volume de reservas internacionais.

## REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

ARIDA, P.; LARA-RESENDE, A. *Inflação inercial e reforma monetária no Brasil*. In: ARIDA, P. (Org.) *Inflação zero: Brasil, Argentina e Israel*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986.

BACHA, E. *O Fisco e a Inflação: uma interpretação do caso brasileiro*. Revista de Economia Política, v.14, n.1, Rio de Janeiro, 1994.

BASTOS, C.; NETO, M. *Moeda, Inércia, Conflito, o Fisco e a Inflação: Teoria e Retórica dos Economistas da PUC-RJ*. Texto para Discussão. Rio de Janeiro: Faculdade de Economia da UFF, 2008.

BRESSER-PEREIRA, L. *Macroeconomia Pós-Plano Real: as relações básicas*. In: SICSU, J.; PAULA, L.; MICHEL, R. (Org.) *Novo desenvolvimentismo – Um projeto nacional de crescimento com equidade social*. Barueri: Manole, 2005.

CARVALHO, F. et al. *Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

FILGUEIRAS, L. *História do Plano Real*. São Paulo: Boitempo Editorial, 2006.

FRANCO, G. *O Plano Real e outros ensaios*. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995.

GIAMBIAGI, F. et al. (Orgs.) *Economia Brasileira Contemporânea*, Rio de Janeiro: Editora Campus, 2011.

LOPES, F. *O choque heterodoxo: combate à inflação e reforma monetária*. Rio de Janeiro: Campus, 1986.

MODENESI, A. *Regimes Monetários: Teoria e a Experiência do Real*. Barueri: Manole, 2005.

MODENESI, A.; MODENESI, R. *Os perigos da busca da estabilidade*. Gazeta Mercantil: Rio de Janeiro, 2004. Disponível em: [http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/os\\_perigos\\_da\\_busca\\_da\\_estabilidade.pdf](http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/os_perigos_da_busca_da_estabilidade.pdf).

MOREIRA, A.; FIORENCIO, A.; LIMA, E. *Os impactos das políticas monetária e cambial no Brasil pós-Plano Real*. Texto para Discussão n. 579. Rio de Janeiro: Ipea, 1998.

PRADO, M. *A real história do Real*, Rio de Janeiro: Record, 2005.

REGO, J. et al. (Orgs.) *Inflação inercial, teorias sobre inflação e o Plano Cruzado*, Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986.

SICSÚ, J. *A URV e sua função de alinhar preços relativos*. Revista de Economia Política, v.16, n.2 (62), Rio de Janeiro, 1996.