



Estudo de Caso

A história por trás do **Plano Real**, que mudou o cenário de hiperinflação do Brasil.

Beatriz Colker

Vitor Hipolito

2ª Edição, 2021.

SUMÁRIO

1. Motivação.....	2
2. Introdução.....	2
3. Hiperinflação na América Latina.....	3
4. Causas e Contextualização.....	4
5. O Plano Real.....	9
6. O que foi o Plano Real?.....	10
7. Os Efeitos Imediatos do Plano Real.....	15
8. Os Impactos de Médio Prazo e os Problemas do Plano Real.....	17
9. O Início do Câmbio Flutuante no Brasil.....	20
10. Análise dos Efeitos da Maxidesvalorização do Real.....	21
11. Efeitos a Longo Prazo do Plano Real.....	25

1. Motivação

O presente artigo possui o objetivo de analisar as principais medidas implementadas a partir do Plano Real e suas consequências para a economia brasileira, além de compreender o seu papel nas crises desencadeadas após ele entrar em vigor e ponderar a eficácia dos regimes cambiais brasileiros.

2. Introdução

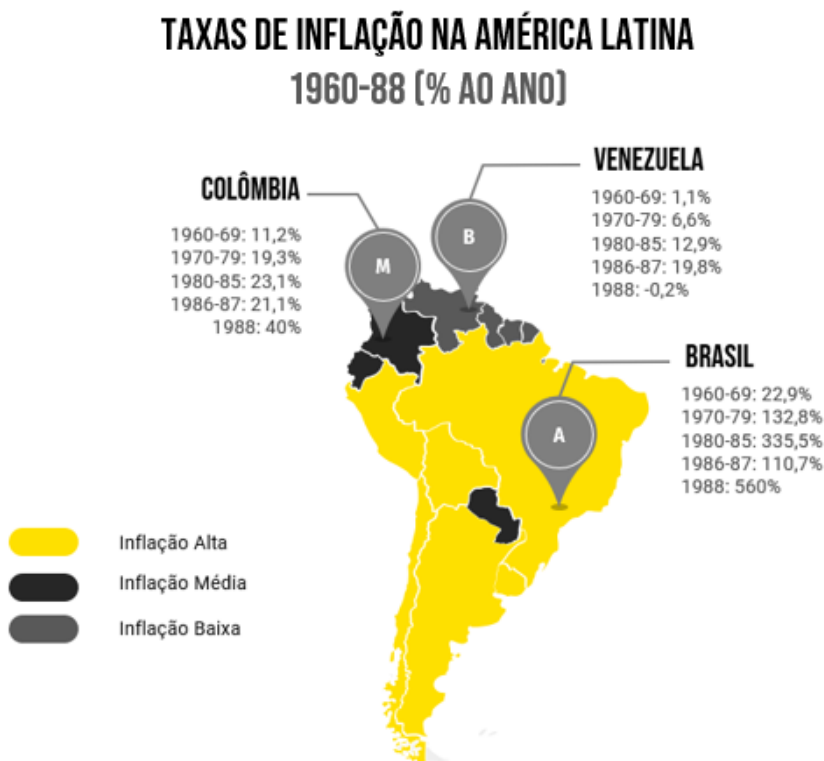
Há 26 anos, em julho de 1994, nascia um dos principais programas que ajudaram a estabilizar e controlar a economia do Brasil: o Plano Real. Até o momento, os brasileiros haviam vivenciado sete planos econômicos e quatro moedas diferentes: o Cruzado Brasileiro (1986-1989), Cruzado Novo (1989-1990), Terceiro Cruzeiro (1990-1993) e Cruzeiro Real (1993-1994). Apesar de todos terem o objetivo de combater a hiperinflação, cada plano se diferenciou quanto às medidas adotadas. O Plano Cruzado, por exemplo, substituiu a moeda em circulação do momento - o Cruzeiro - para o Cruzado, além de realizar congelamentos de preços, na tentativa de conter os aumentos contínuos e generalizados. Por outro lado, o Plano Collor, por sua vez, optou pelo congelamento da renda populacional armazenada em poupanças, reduzindo a atividade comercial e, com isso, retirando 80% da moeda de circulação do mercado.

Entretanto, nenhum deles foi capaz de dar fim à recessão, à desvalorização acentuada da moeda nacional, à volatilidade dos preços e ao encarecimento dos produtos básicos, o que, em sua maioria, prejudicou ainda mais o cenário econômico. Foi nesse contexto, portanto, que surgiu o Plano Real, um conjunto de reformas econômicas implementadas no Brasil em 1994 durante o governo de Itamar Franco. Assim como os planos que o antecederam, o seu objetivo principal era combater a hiperinflação¹ no país. A partir dessa contextualização, serão aprofundadas as medidas tomadas por diversos governos que levaram a esse cenário de instabilidade, assim como as principais medidas e impactos do Plano Real.

¹ **Hiperinflação:** situação na qual a inflação está fora de controle a níveis muito elevados. O que ocorre é um encarecimento rápido do preço dos produtos, paralelamente à desvalorização acentuada da moeda, às vezes acompanhada de recessão.

3. Hiperinflação na América Latina

Para entender um pouco mais das relações econômicas do Brasil com países da América Latina, serão analisados seus diferentes cenários de crescimento acelerado da inflação. O comportamento das taxas de inflação nos padrões internacionais, quando comparadas às décadas de 60 a 90, foi de constante crescimento e aumento de instabilidade.



Fonte: Fundo Monetário Nacional (FMI)

Considerando o Brasil um país de inflação historicamente elevada, assim como seus vizinhos na América Latina, é preciso observar e analisar suas especificidades quanto ao processo que converteu essas taxas elevadas em uma escala hiperinflacionária. Dessa maneira, serão analisadas suas diferentes causas e suas relações com os planos fracassados de estabilização.

4. Causas e Contextualização

Observando o comportamento das políticas monetária² e fiscal³ observadas no Brasil, percebemos que a inflação brasileira sempre pôde ser considerada elevada para os padrões internacionais, apontando a possibilidade de um descontrole fiscal histórico no país. Apesar disso, para que se alcance o patamar hiperinflacionário, é preciso que haja a convergência de uma série de fatores econômicos e geopolíticos, podendo variar de país para país. Detalhando ainda mais e analisando esse contexto histórico do desempenho econômico brasileiro, podemos observar as consequências macroeconômicas geradas pelo Governo de Juscelino Kubitschek, que pode ser considerando um dos grandes marcos de início do descontrole fiscal brasileiro.

- **Governo Juscelino Kubitschek (1956-1961)**

O governo de Juscelino Kubitschek (JK) teve como principal diretriz uma Política Nacional-Desenvolvimentista. Seu lema era “50 anos em 5” e resumia-se em promover uma série de investimentos de modernização e industrialização do cenário econômico nacional, além de objetivar melhorias em infraestrutura por meio do Plano de Metas. Esse plano definiu os principais objetivos a serem alcançados pelo governo JK, tendo um total de 31 metas, a partir da priorização de cinco setores: energia, transporte (que ambos juntos receberam perto de 70% da dotação orçamentária original do plano), indústria, educação e alimentação.

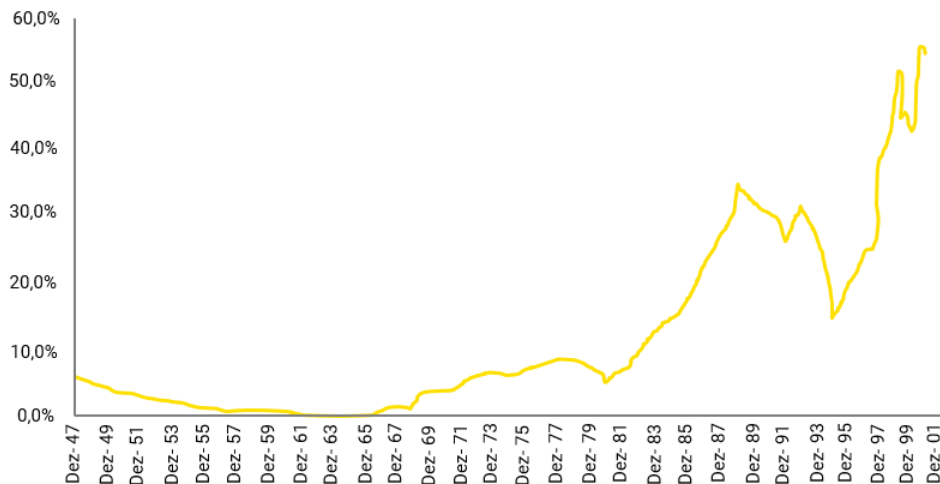
Para conseguir investir em massa e ampliar o desenvolvimentismo econômico brasileiro, o presidente contou com o financiamento de elevados empréstimos de capital estrangeiro. Entretanto, o governo não conseguiu arcar com o pagamento desse capital, e acabou contraindo uma dívida de US\$300 milhões com o Fundo Monetário Internacional (FMI), que acarretou uma herança negativa e numa deterioração da situação fiscal para os governos subsequentes. Como a dívida pública está indexada a índices de inflação

² Política Monetária: é a atuação de autoridades monetárias sobre a quantidade de moeda em circulação, de crédito e das taxas de juros controlando a liquidez global do sistema econômico.

³ Política Fiscal: é um ramo que define o orçamento e seus componentes, os gastos públicos e impostos como variáveis de controle para garantir e manter a estabilidade econômica, amortecendo as flutuações dos ciclos econômicos e ajudando a manter uma economia crescente.

(IPCA⁴ e IGP-M⁵), isso contribui para que o endividamento brasileiro aumentasse ainda mais, já que o serviço da dívida ficou extremamente elevado devido aos altos índices inflacionários da época.

TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA INTERNA/ PRODUTO INTERNO BRUTO



- **Planos Nacionais de Desenvolvimento e Choques do Petróleo (1972-1979)**

Mesmo após as elevadas dívidas contraídas no governo JK, o processo de endividamento continuou a se acumular e crescer com os Planos Nacionais de Desenvolvimento (PND) que aconteceram ao longo da década de 70, frutos do projeto desenvolvimentista da ditadura militar (1964-1985). O I PND 40 visava a preparar e adequar o setor de infraestrutura para o desenvolvimento da economia nacional nos anos seguintes. Dessa forma, baseava-se em estímulos à industrialização promovidos pelo Estado por meio da articulação de empresas estatais, bancos oficiais e outras instituições públicas. Os pesados investimentos na infraestrutura tiveram sucesso, com altas taxas de crescimento de produção do país e inflação elevada, porém controlada.

Entretanto, observando o contexto mundial no momento, esse processo foi impactado pela ocorrência do primeiro Choque do Petróleo⁶, que acarretou uma alta na

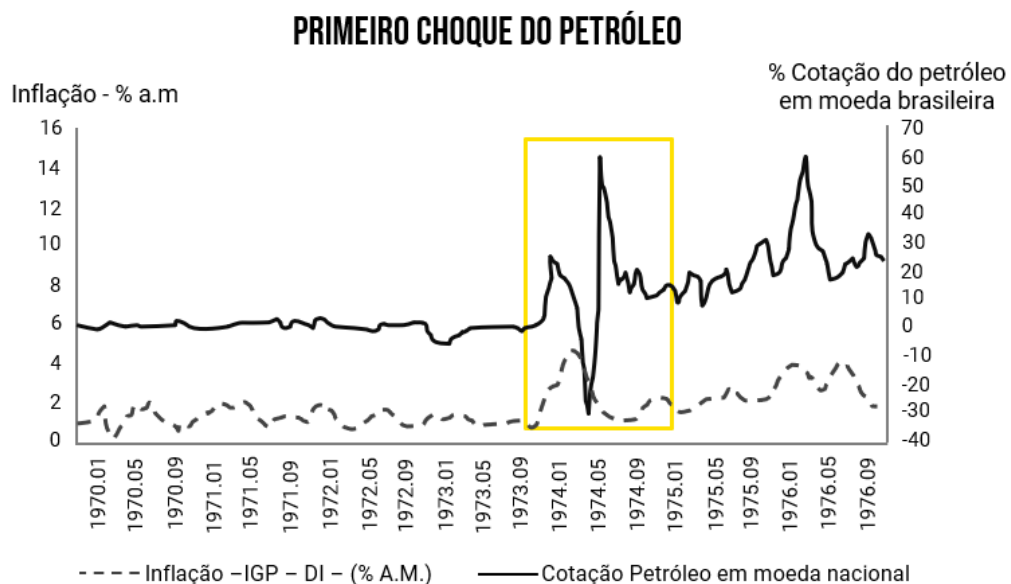
⁴ IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo): mede a variação dos preços dos produtos no comércio para o público final e é considerado o índice oficial de inflação do país. Medido mensalmente pelo IBGE.

⁵ Índice Geral de Preços Mercado (IGP-M): é um indicador que mede a variação de preços para reajuste de contratos de aluguéis, energia elétrica e telefonia. Calculado mensalmente pela Fundação Getúlio Vargas, ele sofre influências de outros indicadores e do dólar para seu cálculo.

⁶ Choques do Petróleo: Os choques (ou crises) do Petróleo foram eventos que marcaram a década de 1970, tendo sido motivados por um embargo econômico dos países árabes (maiores exportadores de petróleo do mundo) contra os países que eram considerados alinhados com Israel,

inflação, principalmente nos países em desenvolvimento, e causou um descontrole do câmbio. Segundo Moreira (2012), isso ocorreu principalmente devido à dinâmica inflacionária poder ser influenciada por diferentes fontes, tais como a demanda e a trajetória da atividade econômica, as expectativas dos agentes, bem como os choques de oferta ou o comportamento dos custos de produção.

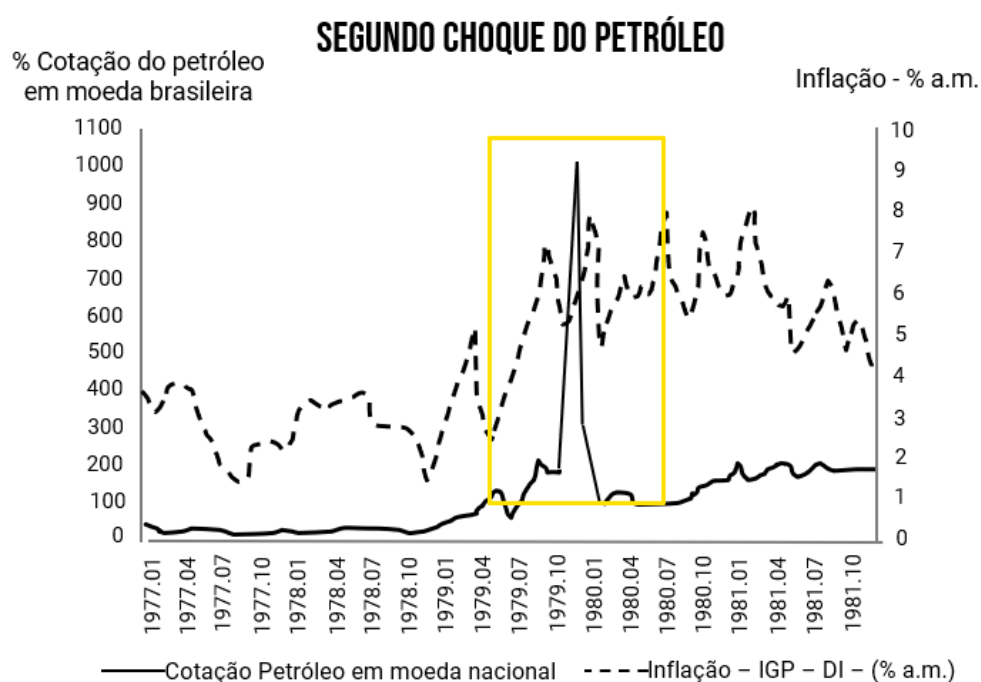
Dessa maneira, o choque dos preços do petróleo, assim como outras *commodities*, influencia, por um lado, positivamente a inflação, uma vez que o aumento desses preços elevará os custos das empresas, e conseqüentemente será repassado ao preço final do produto. Por outro lado, existe também um efeito indireto, no qual um aumento dos preços das *commodities* gera uma pressão de apreciação da taxa de câmbio. Sendo o Brasil um país exportador de *commodities*, este irá se beneficiar do aumento dos preços externos, aumentando seu saldo exportador, e criando uma pressão para a apreciação do Real. A apreciação da moeda local pode gerar um “pass-through do câmbio”⁷ para os preços, principalmente dos bens comercializáveis, no sentido de redução da inflação ao consumidor. Todavia, essa apreciação cambial também terá efeitos prejudiciais e desestimuladores à produção doméstica de comercializáveis.



o que fez o preço do produto, que é fundamental para o funcionamento da sociedade moderna, disparar.

⁷ Pass-through do câmbio: pode ser definido como a variação percentual nos preços dada uma variação de 1% na taxa de câmbio.

Em seguida, o segundo Choque de Petróleo, em 1979, também teve efeito devastador sobre a situação fiscal brasileira. Durante a crise, os países passaram por desequilíbrios em suas balanças comerciais e déficits em suas contas corrente, já que com o aumento dos preços das commodities, a exportação tende a aumentar. Com baixas taxas de juros e câmbio depreciado, devido à forte fuga de capital estrangeiro do país, o Estado passou a financiar seu déficit por meio da geração de dívida interna, ou seja, via emissão de títulos públicos pelo Tesouro Nacional, sendo estes negociados a prazos curtíssimos. Além disso, a emissão de moeda também aumentou significativamente, intensificando ainda mais a inflação, considerando que havia mais dinheiro circulando na economia para uma mesma quantidade de produtos.



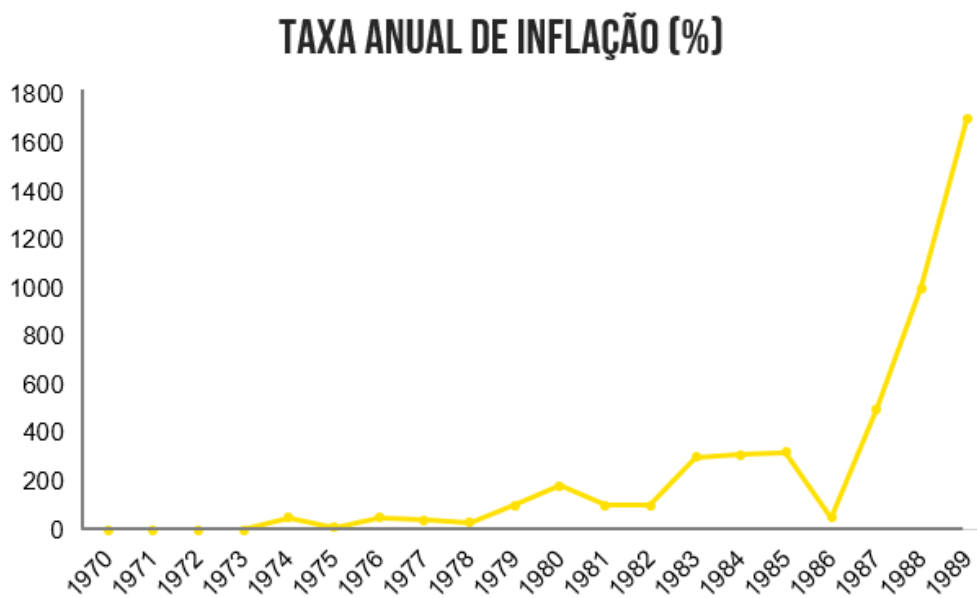
Com uma hiperinflação iminente, as tentativas de salvar a economia foram várias. Contudo, essas conseguiram apenas atrasar uma recessão no país, já que os sucessivos congelamentos de preços implementados tinham efeitos apenas temporários, seguidos sempre por uma reaceleração inflacionário. O plano de congelamento dos preços, usado durante o Plano Cruzado (1986), foi uma tentativa de acabar com a inflação crônica da década de 80 - que chegou a impressionantes 300% ao mês - e estabilizar a economia. Ele baseava-se em uma tabela fixa de preços dos produtos básicos da economia, em sua maioria alimentos.

Na prática, fracassou em pouco tempo. O congelamento levou a uma situação de consumo desenfreado, que pouco depois se tornou uma crise de abastecimento, numa

economia superaquecida. É interessante destacar uma herança cultural gerada: o abastecimento e armazenamento de produtos nas casas pela população brasileira até os dias atuais, uma herança da hiperinflação. Três meses depois do início desse plano anterior, já se pensava em uma saída para a situação, levando ao Plano Cruzadinho, a fim de reduzir o consumo.

Em meados de 1986, esse novo pacote econômico foi anunciado e criou o Fundo Nacional de Desenvolvimento (FND). Com isso, instituiu-se um empréstimo compulsório, com validade até 31 de dezembro de 1989, que incidia sobre o consumo de gasolina e álcool e sobre a compra de automóveis e utilitários, cujo pagamento seria feito em cotas do FND, além de outras medidas de menor importância. O resultado deste pacote foi praticamente nenhum, pois a economia continuou aquecida e a inflação engessada pelo congelamento.

Dado que a inflação passou a crescer em saltos intercalados por esses congelamentos, a memória inflacionária⁸ foi sendo cada vez mais afetada, ou seja, o fracasso dos planos prejudicava a eficácia do lastro dos preços e salários, pois gerava distorções cada vez maiores nos valores. A partir dessa desorganização da economia em geral, a inflação disparou, exatamente como é observado no gráfico a seguir.



⁸ Memória inflacionária: a inflação inercial acontece quando os preços em uma economia conseguem resistir às políticas de estabilização criadas para remediar as causas primárias da inflação, que é a memória inflacionária. Essa espécie de inflação decorre dos mecanismos de indexação, que reajustam os valores com base no período anterior.

Após anos de um processo inflacionário constante e de sucessivos planos econômicos fracassados, finalmente o país atingiu a tão sonhada estabilidade. Nesse contexto, o Plano Real foi, indiscutivelmente, bem sucedido em seu principal propósito: o combate à inflação.

5. O Plano Real

O regime cambial, estabelecido e implementado no Brasil em 1994, se caracterizou pela aprovação do Plano Real. A Lei nº 9.069, aprovada em 29/06/1995, criou a unidade monetária, o Real (R\$), e desenhou uma política monetária para manter o crescimento da oferta da moeda alinhado à disponibilidade de reservas internacionais.

Primeiramente, é importante destacar que o plano foi dividido em três principais fases: o Ajuste Fiscal, a Desindexação e Âncora Nominal, que se traduzem ao lançamento do real como moeda oficial, garantindo que ele fosse implementado de forma gradual e sem pular qualquer etapa necessária. Além disso, diferentemente dos outros planos econômicos lançados anteriormente, o Plano Real foi anunciado à sociedade antes de sua implementação, como forma de alinhar suas novas medidas com a população brasileira, já desgastada por um período considerável de hiperinflação.

A primeira fase, do Ajuste Fiscal⁹, que durou de dezembro de 1993 a fevereiro de 1994, consistiu na batalha do Congresso por aprovar medidas que assegurassem um mínimo de controle sobre as contas públicas. Essa foi uma lição aprendida com os planos anteriores: como a inflação alta ajudava o governo a fechar as suas contas, se o objetivo era derrubá-la e mantê-la estável, era preciso possuir um maior controle dos gastos públicos.

Com isso, a segunda fase transcorreu de fevereiro a junho de 1994, e foi marcada pela progressiva cotação dos preços em URV, uma unidade real de valor, ou seja, uma referência estável de valor. O Cruzeiro Novo não havia saído de cena de imediato. A cada dia, o BACEN fixava uma taxa de conversão da URV em cruzeiros, baseada na média de

⁹ Ajuste Fiscal: é o nome que se dá a programas que buscam reequilibrar o quadro de receitas e despesas de um governo, por meio de redução de gastos e/ou aumento na arrecadação. Como as iniciativas de ajuste fiscal são impopulares, o governo costuma recorrer a elas quando já tem grande dificuldade para pagar as despesas primárias (pessoal, custeio, investimentos, Previdência). Ou mais tarde ainda, quando já não consegue bancá-las integralmente e precisa, por exemplo, atrasar o pagamento dos servidores públicos.

três índices diários de inflação. A URV era uma quase “moeda” devido à sua capacidade de servir de unidade de conta, reserva de valor, mas não de meio de pagamento. A Unidade Real de Valor (URV) foi uma espécie de moeda paralela que convertia preços e valores em um novo padrão monetário, para tentar controlar a inflação da economia. A URV foi lançada no período de transição entre o Cruzeiro Real e o Real, para servir como uma espécie de estágio para a implementação da nova moeda. Ou seja, o grande papel da URV era garantir uma estabilização dos valores dos produtos, funcionando como uma referência de preços, embora ela sofresse uma variação diária. A implantação da URV se baseou muito no caso da hiperinflação alemã de 1923, onde um movimento semelhante foi feito pelas autoridades monetárias. Com isso, para a implementação efetiva do Real, o cruzeiro foi aos poucos sendo substituído, primeiro pela URV, depois pela moeda que hoje utilizamos: as duas substituições com o mesmo intuito de estabilização da inflação com um parâmetro estável de moeda.

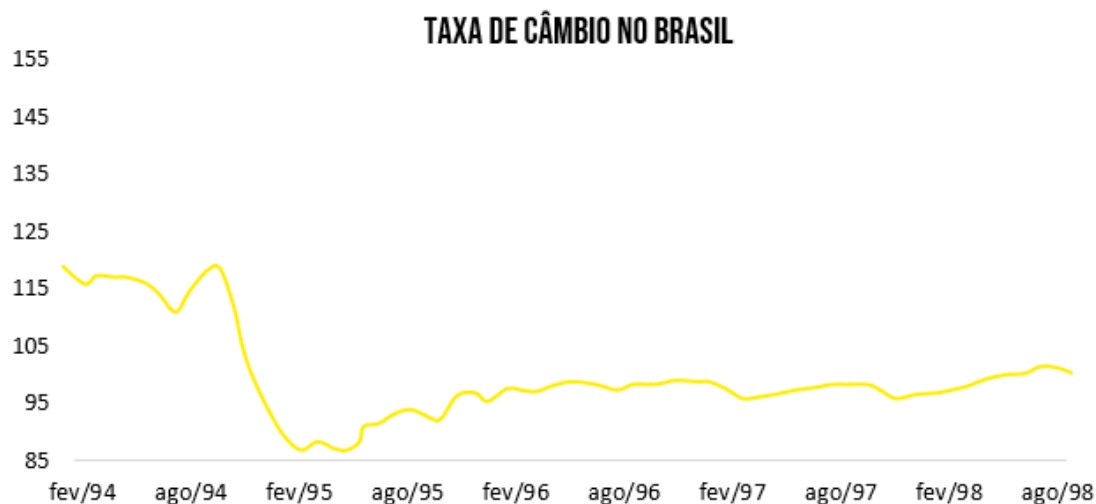
Dessa forma, os bens e serviços continuavam a ser pagos em Cruzeiros Novos, mas passaram a ter referência numa unidade de valor estável, como se fosse um substituto do dólar utilizado como referência anteriormente. Assim, a URV permitiu o alinhamento dos preços sem a necessidade e as inconveniências do congelamento. A terceira fase, por fim, iniciou-se com a emissão da nova moeda, o Real, em lugar dos cruzeiros novos.

6. Principais Medidas do Plano

Uma das principais medidas do Plano Real foi o estabelecimento de um regime de âncora cambial, ou seja, atrelou-se a moeda nacional a uma moeda estrangeira, nesse caso, o dólar.

No caso brasileiro, a razão máxima entre o real e o dólar foi anunciada oficialmente no momento da implantação do Plano Real, como equivalente a R\$1 = US\$1 (pois o intuito era que fosse uma moeda forte, para que se pudesse controlar a inflação). Entre julho e setembro de 1994 não houve qualquer intervenção no mercado de câmbio e o Real sofreu uma apreciação, decaindo para em torno de R\$0.85/US\$1. Tendo em vista que as consequências da apreciação da moeda afetaram a balança comercial, em setembro, o Banco Central realizou sua primeira intervenção no mercado de câmbio e anunciou informalmente, em outubro do mesmo ano, que estaria disposto a comprar dólares a uma taxa mínima de R\$0.82/ US\$1 (limite inferior), e vender a uma taxa máxima de R\$0.86/US\$1 (limite superior). Assim, basicamente, ele determinava que o

valor da taxa de câmbio poderia oscilar livremente, porém dentro desses dois limites. Estava assim caracterizado um sistema informal de bandas cambiais, tendo apenas um limite superior oficialmente determinado pelo Banco Central, mas um limite inferior implicitamente assumido, apesar de não ser oficialmente decretado. Nesse regime, o Banco Central delimita a cotação máxima e a cotação mínima para o câmbio, criando uma faixa (ou banda) em que é permitido a moeda flutuar. Logo, para garantir que o câmbio fique dentro desse limite, o Banco Central entra no mercado fazendo compra e venda de moedas. Esse regime pode ser considerado um meio termo entre o câmbio fixo, em que o BACEN não permite nenhuma oscilação do câmbio e é estipulado um valor fixo para as moedas, e o câmbio flutuante, em que o preço das moedas estrangeiras varia livremente no mercado. O objetivo era evitar que o real oscilasse de forma excessiva, garantindo que ele iria se manter como uma moeda sólida - um dos principais objetivos do Plano Real.



Fonte: IPEA

A imposição de bandas cambiais funciona como uma âncora para expectativas de taxas de câmbio de médio prazo, exercendo um papel estabilizador e evitando a volatilidade que caracterizou o movimento das taxas cambiais quando foram deixadas a flutuar livremente após a queda do sistema estabelecido em Bretton Woods.

No caso brasileiro, a maior flexibilidade do valor do câmbio decorria do fato do valor da taxa não estar explicitamente imposta por lei, permitindo ao governo atuar com um certo grau de discricção. Inicialmente foi adotada uma “banda cambial” limitada

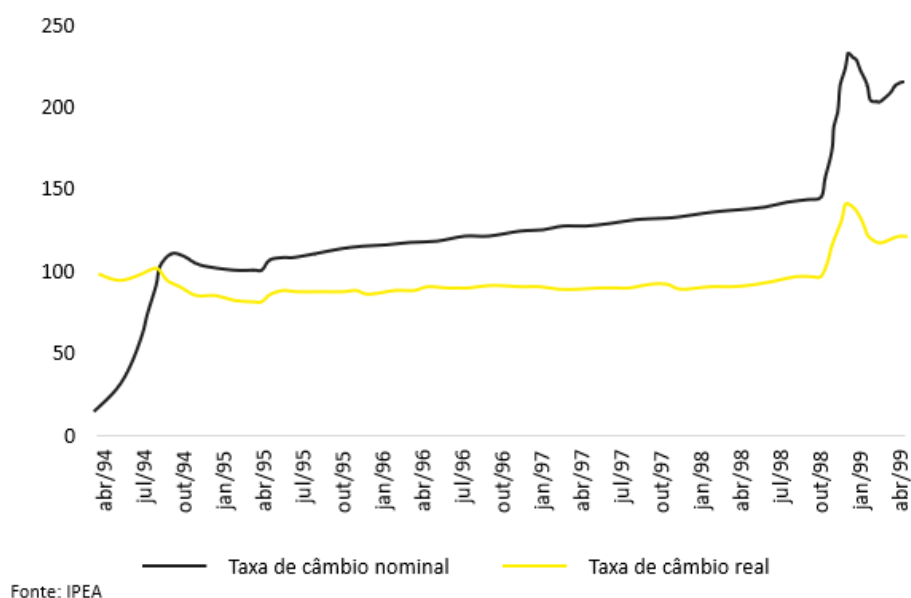
apenas superiormente, e depois completa, proporcionando certa margem de manobra no seu interior e na alteração dos próprios limites da banda de flutuação.

Apenas em 6 de março de 1995 que o Banco Central formalmente adotou o sistema de bandas cambiais, estabelecendo os limites de flutuação entre R\$0.86/ US\$1 e R\$0.90/US\$1. Apesar disso, é válido ressaltar que esse intervalo foi alterado frequentemente com o passar dos meses. Isso ocorre pois, no sistema de bandas cambiais, para garantir que o câmbio fique dentro do limite, o Banco Central entra no mercado fazendo compra e venda de moedas; quando ele não consegue garantir isso, é necessário fazer alterações no intervalo.

Nesse momento, as discussões em torno da política cambial se intensificaram, inclusive dentro do governo, onde alguns setores pediam uma maior desvalorização do Real, para que, por exemplo, os preços das exportações brasileiras pudessem ficar mais competitivos no mercado internacional. Entretanto, o medo do efeito inflacionário decorrente dessa maior desvalorização dominou os posicionamentos, o que acarretou a decisão do presidente Fernando Henrique de seguir com a alternativa desenhada pelos economistas Gustavo Franco e Pedro Malan de convivência de duas bandas.

Além disso, metas monetárias foram estabelecidas para os primeiros trimestres seguintes. Essas metas buscavam garantir uma política cambial que queria manter a taxa de câmbio real constante, embora sobrevalorizada, para se fazer uma transição gradual ao sistema de câmbio flutuante.

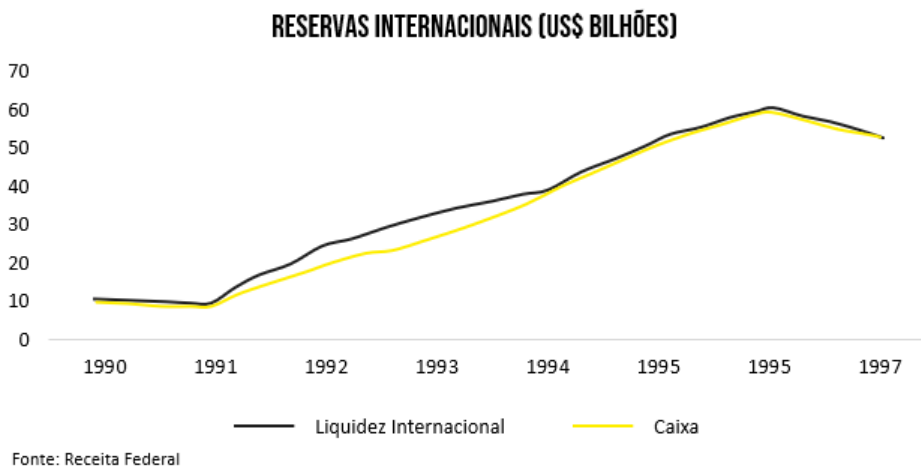
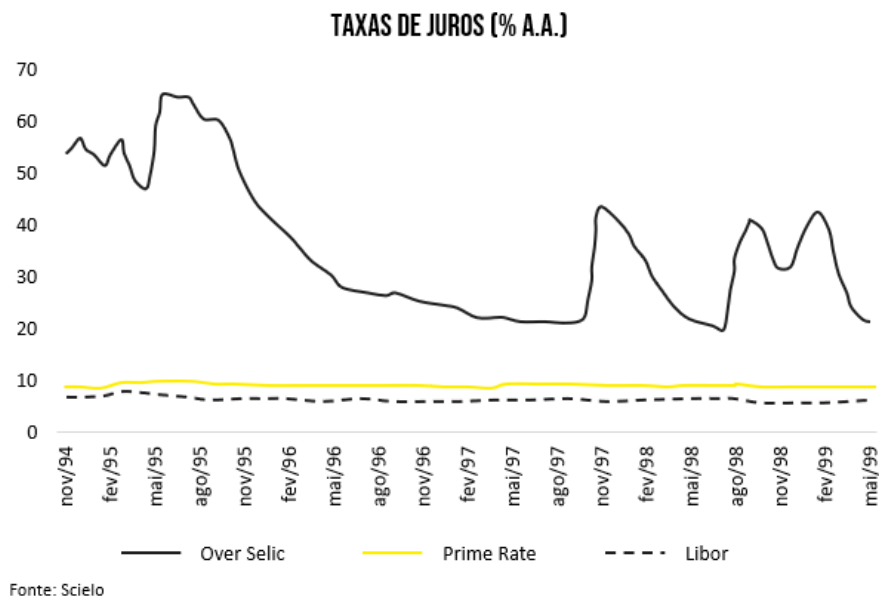
TAXAS DE CÂMBIO NO BRASIL



O fato de os programas de estabilização ancorados no câmbio estarem associados, logo após sua implantação, a um comportamento cíclico da economia, do tipo expansão-contracção, contrariaria a tendência convencional, de acordo com a qual a implementação de políticas de estabilização vinha, em geral, acompanhada por uma recessão imediata. Com isso, muitos economistas já argumentavam que essa expansão no curto prazo estava apenas adiando uma recessão, que seria inevitável.

Com isso, identificamos outra característica marcante do plano: a necessidade de manutenção de taxas de juros internas elevadas em relação às demais taxas do mercado. Taxas de juros elevadas atraem capital externo, o que é necessário para a sustentabilidade do plano, pois geram a ampliação de reservas internacionais. As reservas internacionais são os ativos do Brasil em moeda estrangeira (dólar) ou outro ativo considerado muito seguro, como os títulos da dívida americana. Essas reservas são muito importantes para manter o câmbio dentro dos limites da banda, mantendo a oferta e demanda por moeda. Para isso, o BC tem que atuar como comprador e vendedor no mercado. Ou seja, se houver muita demanda pelo dólar, é preciso que a oferta cresça igualmente. Logo, o BC precisa ofertar o dólar, o que significa usar as reservas internacionais. Porém, os juros elevados também possuem seu lado negativo, pois se traduzem em baixos níveis de investimento em infraestrutura, além de encarecer os serviços das dívidas interna e externa. Observa-se que, de fato, as taxas praticadas internamente, embora oscilando ao longo do período,

se mantiveram substancialmente mais elevadas do que as principais taxas praticadas no resto do mundo.



Dessa forma, podemos resumir os efeitos da implantação desse regime no Brasil: a sobrevalorização inicial da moeda nacional, que buscava mitigar a elevada inflação interna, responsável pelo resíduo inflacionário, permaneceu quando o câmbio foi fixado. Uma vez sobrevalorizado o câmbio, a taxa de juros alta garantiu rentabilidade à entrada de capital estrangeiro. Observa-se, porém, que o aumento da taxa de juros para atrair capital externo torna-se, nesses programas, uma exigência **permanente** porque a entrada de capital externo aumenta as reservas internacionais do país, que propiciam a manutenção ou o aumento da própria sobrevalorização da moeda nacional.

Com isso, se por um lado a entrada de capitais era útil para baixar a inflação, por outro exigia taxas de juros enormes, impedindo no longo prazo o crescimento econômico do país. A queda do crescimento no Brasil foi responsável também pela elevação da taxa de desemprego ao longo dos últimos anos, pois, com a atividade econômica desacelerando, as empresas tendem a se expandir de forma mais lenta, consequentemente gerando menos empregos. Além disso, o impacto das altas taxas de juros se fez sentir na expansão do déficit comercial do governo e no aumento da dívida pública interna líquida, que passou de 23,7% do PIB em 1994 para mais de 35% em 1998, visto que essa dívida estava, agora, atrelada a taxa de juros maiores.

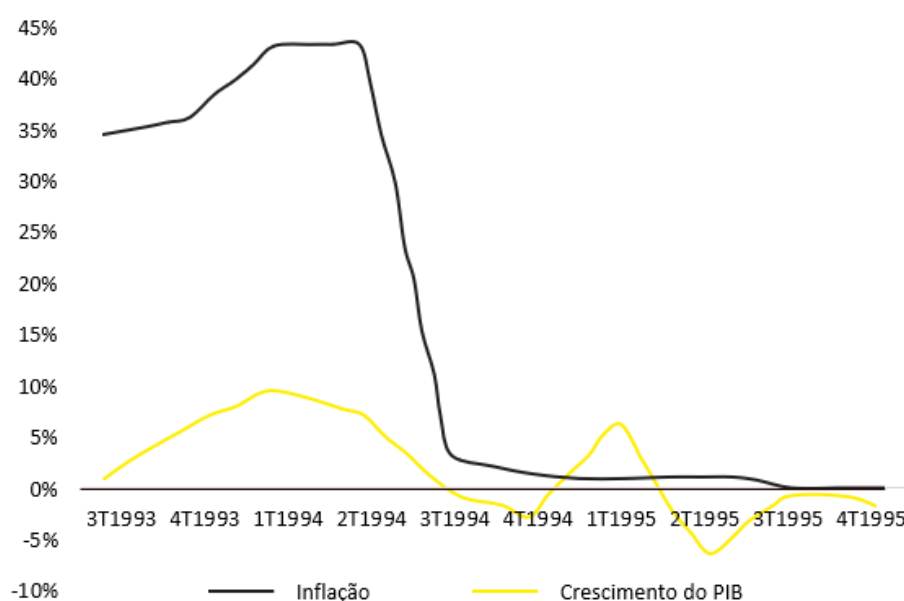
	Dívida Interna Líquida		Déficit Nominal	Déficit Operacional	Déficit Primário
	US\$ milhões	% PIB	% PIB	% PIB	% PIB
1994	128.917	23.7	26.5	-2	-5.1
1995	175.325	24.8	7.1	4.9	-0.3
1996	228.770	29.5	6.08	3.88	0.1
1997	241.884	30.1	6.14	4.33	1.02
1998	272.119	35.08	8.06	7.52	-0.01

O cenário acima descrito possui todos os ingredientes necessários para provocar o colapso dos programas de estabilização baseados em ancoragem cambial em geral, e o brasileiro, em particular, na medida em que pode precipitar as chamadas crises cambiais.

7. Os Efeitos Imediatos do Plano Real

1994, a inflação acumulada foi de 763,12% (no ano) e 5.153,50% (nos doze meses anteriores). Por isso, como resultado da implementação desse novo regime, a inflação que antes consumia o poder de compra da população brasileira passou a ser controlada. Como resultado imediato, o fim da hiperinflação beneficiou a população brasileira aumentando o seu poder aquisitivo, já que os preços ficaram estáveis por tempo duradouro, assim como os salários, aposentadorias e pensões. Segundo estudos da Fundação Getúlio Vargas (FGV), houve entre 1993 e 1995 uma redução de 18,47% da população miserável do país, fruto do sucesso do plano. Um dos melhores índices da história.

PIB X INFLAÇÃO NO BRASIL



Fonte: FGV/IPEA

Embora o ajuste fiscal não tenha sido tão efetivo quanto esperado, o maior controle das contas públicas deu a base de sustentação para as outras etapas de execução do plano. O período de transição da URV foi crucial para a eliminação da memória inflacionária e para o surgimento de uma moeda livre de inflação. Além disso, a transparência atribuiu credibilidade e comprometimento voluntário da população para com a reforma monetária que se apresentava. Por fim, os esforços de tornar o Real efetivo permitiram a estabilização sem maiores traumas para a economia.

Além do controle inflacionário no Brasil, que possibilitou importantes avanços em nossa história, o Plano Real produziu também efeitos culturais e políticos. A Constituição de 1988, elaborada após 21 anos de ditadura no Brasil, tinha como característica a vinculação do Governo Federal, produzindo uma excessiva rigidez dos gastos da União. Isso dificultava bastante o ajuste fiscal que o Plano Real havia diagnosticado ser necessário.

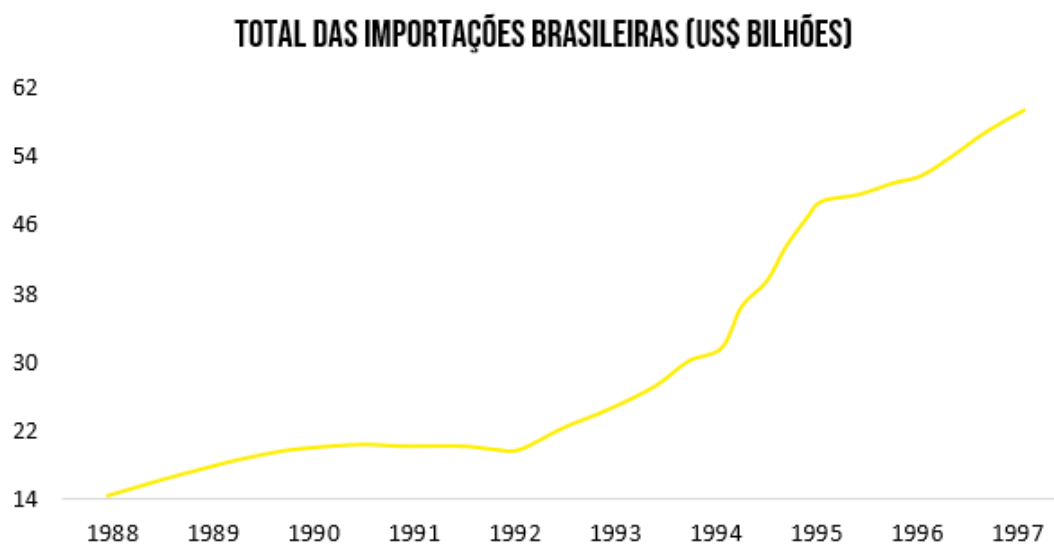
Foi preciso, portanto, o desenvolvimento de um Fundo Social de Emergência (FSE), que, embora criasse um fundo que aumentava as verbas para as áreas de saúde e educação, na prática desvinculava as receitas orçamentárias, permitindo um manejo dos recursos que seriam destinados para essas áreas para cobrir outros tipos de despesas. Em 2000, esse instrumento passou a ser chamado de Desvinculação de Receitas da União

(DRU) e é utilizado até os dias de hoje como um controle realizado pelo governo brasileiro para facilitar a manutenção da receita em relação aos gastos públicos.

8. Os Impactos de Médio Prazo e os Problemas do Plano Real

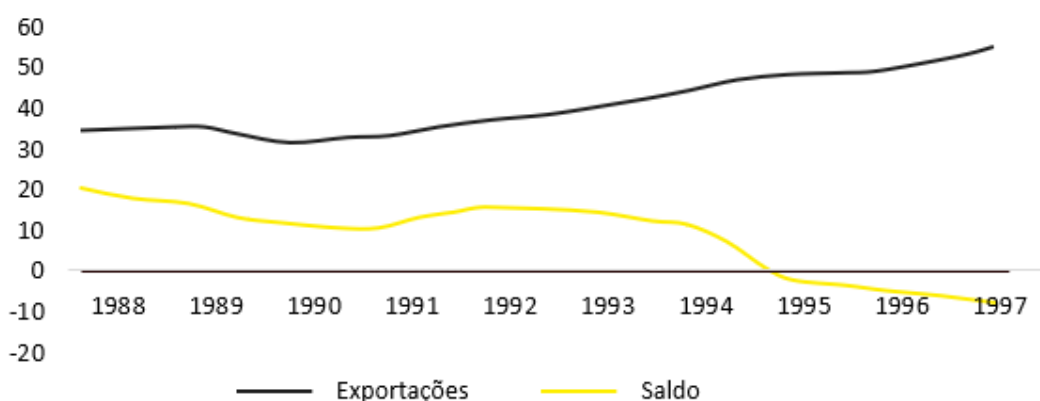
Apesar desse cenário de estabilização formado com os impactos de curto prazo, o Plano também possui seus problemas. O primeiro deles é a rápida deterioração da balança comercial, com as importações crescendo de forma generalizada e acelerada. Como visto anteriormente, para o funcionamento do Plano, era necessária a manutenção de taxas de câmbio sobrevalorizadas, que incentivavam a importação de bens e serviços e desestimulavam as exportações, o que acabou por reverter os saldos positivos da balança brasileira.

Desde 1993, ano anterior ao do início do Real, as importações brasileiras, que já vinham crescendo em função da abertura comercial, começaram a enfrentar uma menor taxa de crescimento dos produtos, fazendo com que elas passassem de US\$ 25,3 bilhões para US\$ 61,4 bilhões em 1997. Nesse mesmo período, as exportações saíram de um patamar de US\$ 38,6 bilhões e atingiram US\$ 53,0 bilhões, o que gerou, em 1997, o maior déficit comercial da história do País.



Fonte: BACEN/Secex

EXPORTAÇÕES TOTAIS E SALDO COMERCIAL BRASILEIRO (US\$ BILHÕES)



Fonte: BACEN/Secex

Junto a essa lenta deterioração da balança comercial, ocorreram crises externas e aperto das medidas de proteção, que acabaram afetando a economia e fazendo com que ela passasse por momentos de desaceleração. O primeiro desses choques externos foi a Crise do México, no final de 1994 e o início do ano seguinte, culminando em uma forte desvalorização do peso mexicano, que acabou provocando outras especulações cambiais, em especial nos mercados emergentes, como o Brasil. Durante a crise do México, quando a discussão em torno do regime cambial a ser adotado ainda estava em curso, Pêrsio Arida, então presidente do BC brasileiro, defendia a adoção de uma única banda larga, dentro da qual o câmbio oscilaria livremente (até encontrar um “ponto de equilíbrio”), o que prepararia o mercado para a livre flutuação.

Na sequência, em 1997 ocorreu a crise da Ásia, a qual gerou uma forte desvalorização na Bolsa de Hong Kong, levando a um impacto na economia dos Tigres Asiáticos e nos mercados ao redor do mundo. Olhando para o Brasil na época, a sua estratégia de desvalorização gradual do câmbio ia dando certo até setembro de 1997, quando a crise financeira deu seu primeiro sinal na Tailândia colocando a política cambial brasileira em xeque. A crise asiática teve fortes repercussões no Brasil devido a ter causado desconfiança dos investidores nos países emergentes, o que provocou uma fuga de capital do país. Sendo assim, o Brasil perdeu mais de US\$ 10 bilhões de reservas em poucos dias e o debate sobre a desvalorização do Real novamente ganhou intensidade.

A crise da Ásia mostrou que o Brasil era mais vulnerável do que o governo admitia. A economia brasileira já apresentava no final de 1997 um déficit comercial

elevado e crescente (4% a 5% do PIB); uma moeda sobrevalorizada; um déficit comercial também crescente - em torno de 6% do PIB; e elevados juros. Além disso, esbarrava nas restrições impostas pela proximidade da eleição presidencial que, em qualquer situação, ata as mãos das autoridades com relação à adoção de políticas corretivas e reformas consideradas impopulares.

Contudo, o governo continuou firme na política cambial, desvalorizando lentamente o Real, com a correção das bandas de flutuação do câmbio. Como a partir de fevereiro de 1998 o cenário externo se tranquilizou um pouco e o país começou a recompor suas reservas, a estratégia foi mantida. Para evitar um descontrole do câmbio com um modelo recém implementado e, conseqüentemente, uma reaceleração da inflação, o país fez uso de suas reservas para sustentar a taxa de câmbio e utilizou especialmente a âncora nos juros, um conjunto de ações que permitem apontar, no futuro, para a sustentabilidade das contas públicas, buscando reter o capital externo na economia nacional, mesmo com todo o cenário de instabilidade ao redor do globo.

O objetivo ao usar essas reservas foi injetar mais dólares no mercado para que essa moeda se torne menos escassa contribuindo, portanto, para a valorização do real. Com isso e com a sucessão de novos ajustes fiscais ineficazes, o Brasil enfrentou dificuldades de honrar seus compromissos, o que levou a um acordo com o FMI, em 1998, que consistia em um grande volume de dívidas externas: um total de US\$45 Bilhões, para manutenção da política cambial em troca de um maior compromisso com metas fiscais.

Entretanto, mesmo após tal esforço, a incerteza quanto à possibilidade de uma forte desvalorização cambial, além da situação fiscal deteriorada em alguns estados, fez as reservas quase desaparecerem devido aos ataques especulativos¹⁰. A chave da questão, ou o que poderia caracterizar-se como um ponto de ruptura, foi a desconfiança dos investidores externos sobre esse déficit na balança comercial e as crises externas que ocorriam. Com isso, o recém-implementado Real, que estava passando por crises

¹⁰ Ataques especulativos: só acontece quando os investidores acreditam que a moeda está sobrevalorizada. Logo, nesse caso eles vendem a moeda local antes da desvalorização e compram a moeda referência. Sendo assim, quando uma determinada economia tem pouca credibilidade perante o mercado internacional, pode-se concluir que o risco de sofrer ataques cambiais aumenta, pois ela terá dificuldade em se defender.

externas, ficou sujeito a uma desvalorização cambial em relação ao Dólar entre os anos de 1998 e 1999 após tentativa fracassada de liberalização gradual do câmbio.

9. O Início do Câmbio Flutuante no Brasil

Levando em conta esse cenário preocupante, com a entrada de Armínio Fraga na presidência do Banco Central, em março de 1999, o Brasil se voltou a um comprometimento macroeconômico. Logo após a sua entrada, houve a adoção definitiva do câmbio flutuante, fazendo com que o real passasse a variar livremente em relação ao dólar. Além disso, também houve um verdadeiro ajuste fiscal por meio de uma elevação geral de alíquotas e implantação de um sistema de metas de inflação - no qual a inflação medida pelo IPCA¹¹ deveria ficar dentro de um limite de tolerância - que contribuíram para que o país ganhasse novamente credibilidade no cenário internacional.

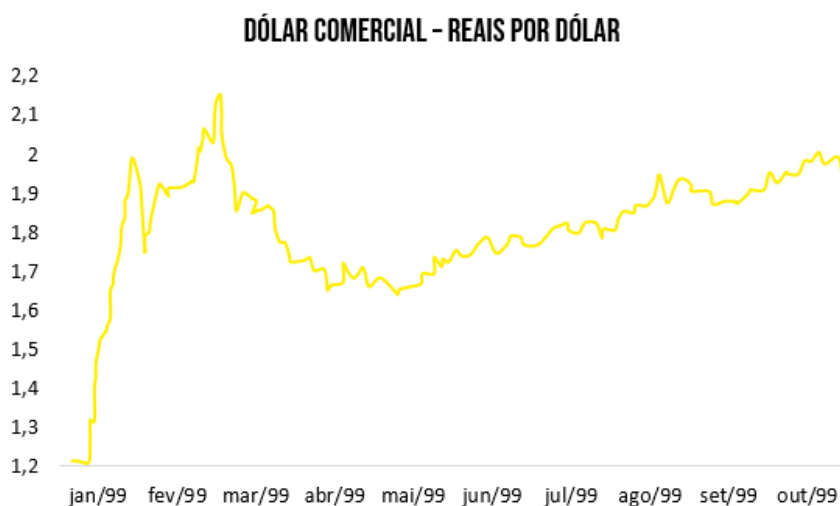
Sendo assim, a saída óbvia, foi uma desvalorização cambial que reverteu o movimento de algumas variáveis, como, por exemplo, a diminuição das importações e elevação das exportações, com o consequente recuo do nível de atividade e do déficit comercial. Com isso, o Brasil conseguiu, novamente, alcançar a estabilidade, formando a base para o seu crescimento econômico observado na década seguinte.

Para implementar efetivamente o câmbio flutuante, houve um período inicial de flutuação, em que as autoridades se ausentaram do mercado cambial. Após isso, o governo optou pela adoção definitiva de um regime flexível, sem, contudo, abdicar de alguma atuação para tentar conter uma maior volatilidade, caracterizando um regime de “flutuação suja”. Resumindo, a flutuação suja acontece quando a flutuação da taxa de câmbio é “controlada”, de certa forma, pelas instituições monetárias dominantes de cada país. No caso do Brasil, essa responsabilidade fica a cargo do Banco Central. Ou seja, esse conceito remete à intervenção de autoridades monetárias de um país na taxa de câmbio deste, o que faz com que o mercado cambial não seja totalmente livre.

Olhando para o saldo de todo esse caos, temos que os ataques especulativos decorrentes das crises externas reduziram as reservas cambiais de US\$ 74 bilhões, em abril de 1998, para cerca de US\$ 30 bilhões, no momento da liberação do câmbio em 15

¹¹ IPCA: é um indicador que tem a função de medir a variação dos preços de um conjunto de produtos e serviços vendidos no varejo e consumidos pelas famílias brasileiras, sendo o principal medidor de inflação usado no Brasil.

de janeiro de 1999. Além disso, a desvalorização da moeda atingiu algo em torno de 70%, surpreendendo até os analistas mais pessimistas. Apesar disso, a perda dramática de reservas e os problemas enfrentados pelo Plano Real não foram surpresas, mas sim decorrência da vulnerabilidade à qual se sujeitou o país com a liberalização da economia e a adoção de um programa de estabilização de combate à inflação atrelado aos fluxos de capitais externos.



Fonte: BACEN

10. Análise dos efeitos da maxidesvalorização do real

A princípio, presumimos que a desvalorização cambial pode ter um impacto positivo sobre o balanço de pagamentos, devido ao encarecimento das importações e barateamento das exportações. Entretanto, o resultado do saldo da balança comercial depende da interação de um conjunto de quatro variáveis: as elasticidades-preço¹² da oferta de produtos de exportação e de produtos importados e as elasticidades-preço da demanda por produtos de exportação e por importados.

Quanto mais inelástica for a demanda pelas exportações brasileiras e pela demanda por produtos importados por brasileiros, menor tende a ser o efeito da desvalorização cambial sobre o saldo do balanço de pagamentos. Pode acontecer,

¹² Elasticidade-preço: A elasticidade do preço da procura ou elasticidade do preço na demanda, às vezes chamada de elasticidade-preço, é um conceito econômico que apresenta a elasticidade da quantidade procurada de um bem ou serviço, em relação às mudanças nos preços destes.

inclusive, que grandes inelasticidades de demanda provoquem um efeito negativo sobre o balanço de pagamentos, o que podendo se dar pela condição de *Marshall-Lerner*¹³.

Além disso, deve-se considerar o risco de protecionismo crescente a ser enfrentado pelos produtos brasileiros no mercado internacional, na medida em que os exportadores brasileiros procuram aumentar sua receita (em reais), expandindo o seu volume exportado e reduzindo (menos do que proporcionalmente) o preço de exportação em dólares. O problema é que ela permite reduções drásticas de preços em moeda estrangeira, o que provoca ações "antidumping"¹⁴ nos países importadores, como forma de impedir que um aumento elevado da compra dos produtos brasileiros.

Ademais, ainda que a maxidesvalorização induza a um aumento da quantidade exportada e a uma redução da quantidade importada, parece haver um consenso de que valores apresentados no programa do FMI (mencionados anteriormente) são irrealistas. O objetivo era transformar um déficit comercial da ordem de US\$ 7 bilhões em 1998 em um superávit de US\$ 11 bilhões em 1999. Esse resultado decorreria de um aumento da receita de exportações de 12% e de uma contração de 20% das importações.

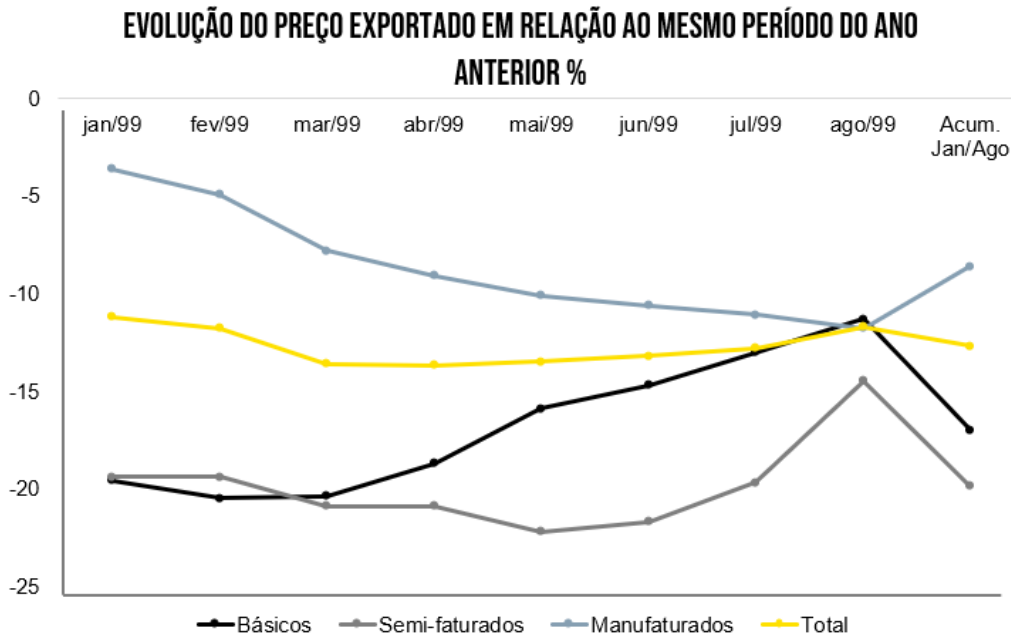
A dificuldade de atingir esse superávit residia, principalmente, na expansão das exportações. O baixo dinamismo da economia internacional de 1999 restringiu o aumento das exportações brasileiras, com taxas de crescimento entre 1% e 2,2%. Ademais, pelo lado da demanda, há evidência de crescentes pressões protecionistas no mercado internacional, que também afetaram as exportações brasileiras.

A redução de exportação de 17% para produtos básicos e de 20% para semi-manufaturados (que representam 40% da pauta de exportação) nos primeiros oito meses de 1999 no Brasil deve ser atribuída mais às condições da conjuntura internacional - retração econômica em regiões importantes da economia mundial e à sobre-oferta de commodities industriais e agrícolas - do que a fatores internos, como a desvalorização do Real. Para produtos manufaturados, a redução de 8,6% nos preços médios teve maior influência da desvalorização, correspondendo a descontos e reduções de preços

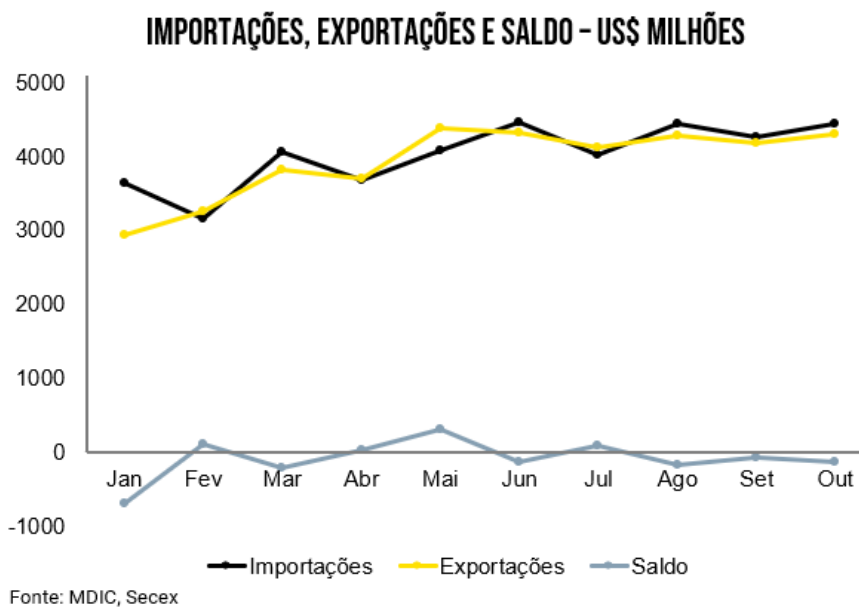
¹³ Condição de Marshall-Lerner: haverá uma melhora no saldo da balança comercial em resposta a uma depreciação cambial se, e somente se, o volume das exportações e importações for elástico em relação à taxa de câmbio real.

¹⁴ Antidumping: combate, justamente, a prática do dumping. O dumping é quando uma empresa vende um produto para um novo mercado por um preço inferior que costuma praticar.

concedidos por exportadores nacionais para conquistar mercados e ampliar vendas externas.

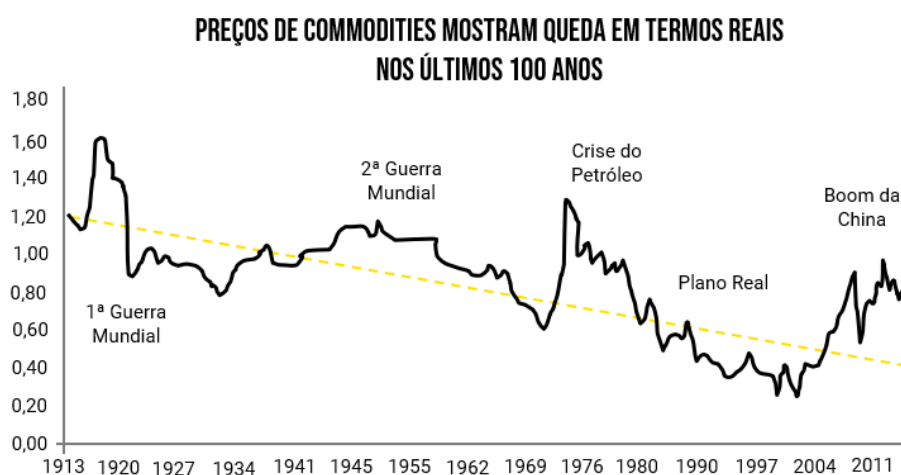


Esse comportamento dos preços corresponde à causa mais importante do desempenho ruim das exportações (queda de 9,5% no período janeiro/outubro com relação ao mesmo período do ano anterior) e para o resultado negativo do comércio em 1999 (déficit de US\$ 912 milhões no mesmo período no Brasil).



Além disso, devido às crises em acontecimento, os exportadores tinham maiores dificuldades para conseguir financiamentos, o que foi algo que contribuiu ainda mais para

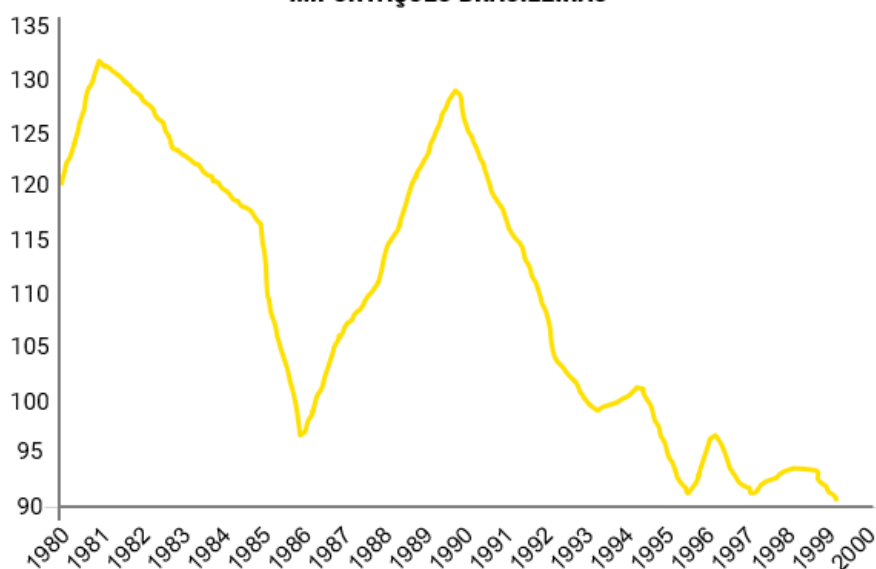
o agravamento do cenário. Somado a isso, os preços das commodities ainda se mostravam pouco favoráveis para as exportações de forma geral.



Além do que já foi apontado, deve-se ressaltar que parte significativa do desequilíbrio do balanço de pagamentos do Brasil é completamente insensível a variações da taxa de câmbio. Em 1998, por exemplo, o pagamento líquido de juros e dividendos (cerca de US\$ 20 bilhões) respondeu por 60% do déficit de US\$ 35 bilhões de transações correntes. O serviço da dívida externa (valor líquido de US\$ 12 bilhões em 1998) independe totalmente da taxa de câmbio e é determinado pela taxa de juros do mercado internacional (mais o *spread*¹⁵) e pelo estoque da dívida externa. Qualquer que seja a taxa de câmbio, as empresas brasileiras, bem como os Governos Federal, estaduais e municipais, deverão pagar os juros da dívida externa (excluindo-se, naturalmente, a hipótese de moratória).

¹⁵ **Spread Bancário:** é a diferença entre os juros que o banco te paga para captar os recursos (quando você empresta dinheiro ao banco por meio da poupança e de renda fixa) e os juros que esse mesmo banco cobra para te emprestar dinheiro.

ÍNDICE DOS PREÇOS EM DÓLARES DAS IMPORTAÇÕES BRASILEIRAS



Com isso, percebe-se que parte substantiva do déficit do balanço de pagamentos do Brasil apresenta rigidez estrutural, uma vez que independe da taxa de câmbio, bem como do nível de renda nacional. Nesse sentido, o fato a destacar é o desequilíbrio de estoque da economia brasileira nas suas relações econômicas internacionais. Em março de 1999, o Brasil tinha um passivo externo de aproximadamente US\$ 350 bilhões, sendo que US\$ 250 bilhões eram de dívida externa e cerca de US\$ 100 bilhões eram de estoque do investimento externo direto. Com isso, o problema mais grave desse processo de ajuste externo foi se concentrar na desvalorização cambial, sem levar em conta o desequilíbrio de estoque, ou seja, o elevado passivo externo¹⁶ da economia brasileira.

11. Efeitos a Longo Prazo do Plano Real

Com a implementação do Plano Real, os efeitos em longo prazo esperados pelo governo à época do seu lançamento se resumiram em: manutenção de baixas taxas inflacionárias e referências reais de valores, aumento do poder aquisitivo das famílias brasileiras, modernização do parque industrial brasileiro e crescimento econômico com geração de empregos.

¹⁶ Passivo Externo: definido como o total de débitos ou compromissos de um país em moeda forte (Lacerda & Oliveira, 2009), este conceito considera não somente a dívida externa pública e privada, como também os investimentos estrangeiros (diretos e em carteira).

A ideia funcionou porque, diferente dos sete planos monetários anteriores, esse foi feito de forma transparente, sem congelamentos de preços ou confiscos. Estava amparado por um ajuste fiscal anunciado no final do ano anterior, no aumento de impostos e na desvinculação de parte do orçamento. Deu certo. Em agosto de 1994, a inflação caiu para 1,53%, ante quase 50% em junho. A combinação de juros elevados, moeda apreciada e reservas cambiais relevantes foram aniquilando o avanço dos preços.

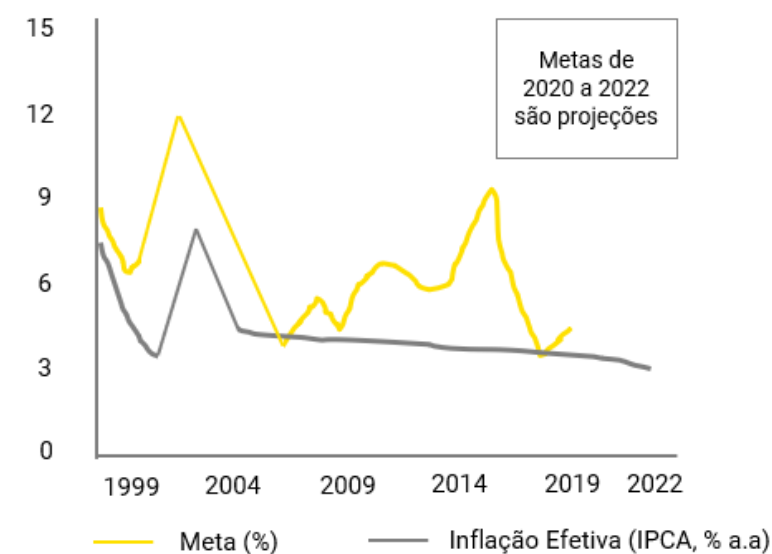
Com a inflação mais controlada, a população, que antes enfrentava dificuldades para comprar alimentos, medicamentos, eletrodomésticos e outros itens, ganhou poder de compra. Em dois anos, a miséria no Brasil caiu 18%, segundo estudos da Fundação Getúlio Vargas (FGV).

Olhando para os dias atuais, desde sua implementação, a economia brasileira enfrenta outros dilemas que podem colocar em xeque seu crescimento e avanço. Reformas estruturais como a da Previdência, que foi aprovada, e a tributária que está em pauta no governo federal e no Congresso Nacional, serão fundamentais para nortear os próximos anos da economia brasileira. Exemplo disso é que, com as regras atuais, o Tesouro Nacional estima um rombo na Previdência de R\$274,3 bilhões apenas em 2020. O montante corresponde ao valor que faltará para pagar as aposentadorias e pensões, assim como o dinheiro que o governo arrecada com as contribuições de patrões e empregados.

Um dos fundadores do plano, o ex-presidente do Banco Central, Gustavo Franco, hoje sócio da Rio Bravo Investimentos, concorda que os juros básicos deveriam ter caído antes. Ele considera, porém, o Real uma obra acabada, por ter cumprido a missão principal de eliminar a hiperinflação. Para ele, houve período de acomodação depois de resolvido o descontrole de preços, após 1998. “Por que não estamos crescendo? Porque não fizemos as reformas necessárias para o crescimento, em razão de governos que não acreditavam nisso.”

TRAJETÓRIA DA INFLAÇÃO (1999-2022)

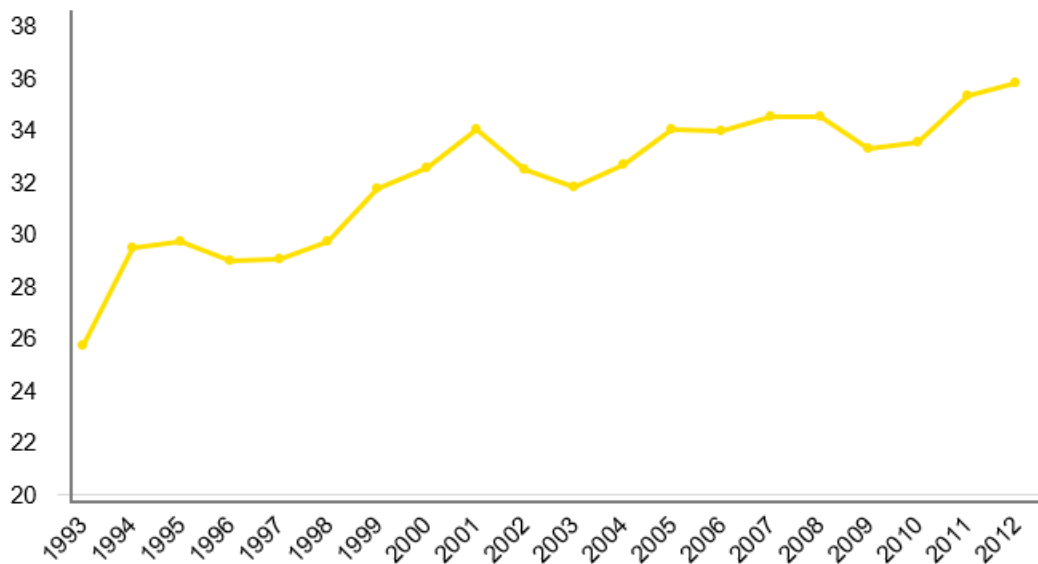
SISTEMA DE METAS GARANTIU RELATIVA ESTABILIDADE DOS PREÇOS DURANTE DUAS DÉCADAS



Fonte: Banco Central

Além disso, para equilibrar as contas públicas, o governo federal criou e aumentou tributos nos anos seguintes à implementação do real. O destaque foram as contribuições sociais, cujas receitas ficam todas com a União. As principais são a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (Cofins), o PIS, o Pasep e a Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF), que taxou as transações financeiras até 2007. A voracidade sobre os contribuintes, no entanto, destacam especialistas, puniu as camadas mais pobres da população e não resultou em melhoria dos serviços públicos, devido aos aumentos não terem sido redirecionados consideravelmente para os investimentos gerarem impacto.

CARGA TRIBUTARIA (% DO PIB)



Fonte: Receita Federal

Em 2012, os tributos sobre o consumo e os salários corresponderam a 76,26% da arrecadação, segundo a Receita Federal. Nos países da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE), a média correspondia a 58,35% em 2011. A tributação sobre a renda e o patrimônio somava 21,69% da arrecadação no Brasil, contra 38,27% da OCDE. Portanto, os dados evidenciam ainda mais o cenário apontado anteriormente, de elevada taxação brasileira sobre os produtos comercializados, incidindo sob cidadãos de diferentes classes sociais.

Apesar de todos os avanços com o Plano Real, os ganhos obtidos nos anos de estabilidade foram revertidos: o país perdeu, em 2015, o selo de bom pagador — o chamado grau de investimento. Atualmente são 13 milhões de desempregados e um total recorde de 28,5 milhões de subocupados, todos aqueles que trabalham menos de 40 horas semanais e gostariam de ofertar mais horas de trabalho. A boa notícia é que a blindagem contra a inflação funcionou nos momentos de maior estresse na economia. Fora os anos iniciais da implementação do regime de metas, o limite superior para a inflação só foi estourado em 2012 — e nada parecido com os níveis do passado.

Depois de resolver a maior parte dos vícios inflacionários, o desafio para o país era garantir um ambiente saudável para a queda dos juros, abrindo espaço para o planejamento de investimentos de longo prazo. Porém, a taxa básica demorou para convergir a um patamar razoável – a Selic, em 2020, está na mínima de 2% – e o Brasil

consolidou a posição de líder mundial em juros por anos. “A combinação juro alto e moeda apreciada foi o cerne do Plano Real”, afirma o professor de economia da UNB, José Luis Oreiro. “Aí é que tem mais fortemente a desindustrialização da economia. Essa mudança de estrutura afetou o crescimento potencial.”

ELABORAÇÃO

Beatriz Pinheiro Colker

Email: biacolker@poli.ufrj.br

LinkedIn: <https://www.linkedin.com/in/beatriz-colker-a952431a5/>

Vitor da Costa Hipólito

Email: vitorhipolito@poli.ufrj.br

LinkedIn: <https://www.linkedin.com/in/vitor-da-costa-hipolito/>

UFRJ CONSULTING CLUB

UFRJ Consulting Club – Organização Estudantil -Prédio do Centro de Tecnologia
– Bloco F – Ilha do Fundão – RJ

Site: consultingclub.com.br

Facebook: facebook.com/ufrjcc