

ISSN 1519-4612

Universidade Federal Fluminense  
**TEXTOS PARA DISCUSSÃO**  
**UFF/ECONOMIA**

Universidade Federal Fluminense  
Faculdade de Economia  
Rua Tiradentes, 17 – Ingá – Niterói (RJ)  
Tel.: (0xx21) 2629-9699 Fax: (0xx21) 2629-9700  
<http://www.proac.uff.br/econ/graduacao>  
[esc@vm.uff.br](mailto:esc@vm.uff.br)

Editor: Luiz Fernando Cerqueira; [Icer@uol.com.br](mailto:Icer@uol.com.br); [lfcerqueira@economia.uff.br](mailto:lfcerqueira@economia.uff.br).

**Plano Real: Auge e Declínio de  
uma Política Econômica – Uma  
Revisão**

**Alexis Toríbio Dantas\***  
**Luiz Fernando Cerqueira\*\***

TD 300  
Março/2014

© \*Professor da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Estadual do Rio de Janeiro/UERJ. E-mail: [alexis.dantas@gmail.com](mailto:alexis.dantas@gmail.com).

\*\*Professor da Faculdade de Economia/UFF. E-mail: [Icer@uol.com.br](mailto:Icer@uol.com.br).

## RESUMO

O artigo apresenta as principais características do período conhecido como Plano Real, abordando a estratégia de estabilização inflacionária formulada por seus idealizadores e a execução da política econômica que se segue após a implementação do plano em 1994, até o abandono da valorização cambial em 1999. O artigo procura discutir de que apesar do sucesso alcançado em termos de estabilidade inflacionária nestes tempos, outros problemas permaneceram e alguns se agravaram. A crença de que com a estabilização o país iria retomar uma trajetória estável de crescimento econômico não se verificou. Pelo contrário o comportamento do produto se mostrou oscilante durante todo o período pós-plano. O sacrifício do crescimento na estratégia de estabilização provocou um aumento significativo do desemprego no país. As contas externas deterioraram-se ampliando a fragilidade externa da economia brasileira e dando origem a uma crise cambial latente. O déficit público não foi corrigido e a dívida pública assumiu uma trajetória ascendente. Assim apesar do êxito na estabilização da inflação, não se pode dizer que o legado do Plano Real tenha sido a estabilização da economia.

**Palavras-Chave:** Inflação, plano de estabilização, âncora cambial, política monetária, valorização cambial, desequilíbrio fiscal, crise cambial.

## ABSTRACT

This paper presents the main issues of the so-called Real plan. We discuss the inflation stabilization strategy and the economic policy that followed the plan execution. Although the plan succeeded in reducing the inflation levels many economic problems remained open. In the plan early phases policy makers believed that the price stabilization would bring the winds of prosperity and the country would retake its steady state growth path. However the economy growth exhibited a stop and go behavior since the plan beginning, because of the primacy of the inflation stabilization target, and so did the unemployment rate grew. Furthermore the external accounts deteriorated which increased the external fragility and implied in a latent exchange crisis. The permanent public deficit persisted which induced an ever-increasing public debt. Therefore even having been successful in stabilizing the inflation rate the Real plan failed in stabilizing the Brazilian economy.

**Keywords:** Inflation, stabilization plan, nominal anchor, monetary regimes, monetary policy, fiscal disequilibrium, currency crisis.

**JEL:** E31, E39, E52, E58, E64, F31, F41.

## 1. Introdução

O objetivo do artigo é descrever e analisar criticamente a política econômica do denominado Plano Real, procurando apontar os rastros que conduziram ao seu sucesso inicial e ao seu fim em 1999. Por fim, o artigo procura avaliar alguns dos legados deixados pelo Real no que concerne a fragilidade da economia brasileira diante da restrição externa. Em especial discute as principais causas das dificuldades encontradas para uma reversão sustentável das condições do Balanço de Pagamentos e das finanças públicas após as mudanças desencadeadas no modelo de estabilização adotado com o Plano Real.

No final de 1993 começou a ser implantado o plano mais engenhoso de combate à inflação já utilizado no país. Após uma série de tentativas fracassadas de planos heterodoxos na Nova Republica, o Plano Real conseguiu reduzir a inflação e mantê-la sob controle durante longo período de tempo.

A fundamentação do plano – a principio – supunha uma situação em que o Brasil abandonava as regras de uma moeda fiduciária não conversível e taxa real de câmbio fixada pelo banco central, impondo à economia brasileira uma disciplina imposta por um regime de conversibilidade restrita (financeira e comercial), para depois avançar na trilha de uma conversibilidade plena. Desta forma, não parecia se tratar apenas de obter a estabilidade de preços, mediante a utilização clássica da âncora cambial. Mas também de colocar em andamento um projeto de desenvolvimento liberal, que supunha a convergência relativamente rápida das estruturas produtivas e da produtividade da economia brasileira na direção dos padrões competitivos e modernos das economias avançadas.

A implementação do plano, por sua vez, encontra um contexto especialmente favorável, permitindo ao Brasil a condição de doador de poupança a de receptor de recursos financeiros, transição possível graças à deflação da riqueza mobiliária e imobiliária observada já no final de 1989 nos mercados globalizados. Desta forma, antes do Plano Real o Brasil logrou triplicar as suas reservas cambiais em apenas dois anos. Em 1989 estas estavam em torno de US\$9.2 bilhões, alcançavam US\$23.7 bilhões em 1992 e atingiam US\$32.2 bilhões em fins de 1993, quando do anúncio do Plano Real. No momento da Reforma Monetária as reservas já eram superiores a US\$43 bilhões, um nível correspondente a 18 meses de importações e mais do que suficiente pra amparar a fixação do câmbio como instrumento da política de estabilização.

Apesar do sucesso alcançado em termos de estabilidade inflacionaria nestes tempos, outros problemas permaneceram e alguns se agravaram. A crença de que com a estabilização o país iria retomar uma trajetória estável de crescimento econômico não se verificou. Pelo contrário o comportamento do produto tem se mostrado oscilante durante todo o período pós-plano. O sacrifício do crescimento na estratégia de estabilização provocou um aumento significativo do desemprego no país. As contas externas deterioraram-se ampliando a fragilidade externa da economia brasileira. Ao mesmo tempo, o déficit público operacional elevou-se substancialmente, decorrência dos mecanismos de sustentação da âncora cambial, implicando na caracterização

de uma trajetória ascendente da dívida mobiliária pública federal. Assim apesar do êxito na estabilização da inflação, não se pode dizer que o legado do Plano Real tenha sido a estabilização da economia.

Por conseguinte, mesmo após a crise do real e o abandono do regime cambial vigente, permaneceu a deterioração das contas externas e da situação fiscal, ao contrário das expectativas de correção e ajuste que passaram a dominar as análises econômicas.

O artigo está organizado da seguinte forma. Na próxima seção apresentamos os fundamentos e a concepção do Plano Real. Na terceira seção discutimos as conseqüências da política econômica adotada, na quarta o surgimento de uma crise cambial latente na economia brasileira e na quinta o melancólico fim do Real. Na sexta seção tecemos comentários finais, de caráter conclusivo, acerca dos principais aspectos que determinaram a frustração das expectativas de ajuste natural do Balanço de Pagamentos em decorrência da mudança do regime cambial em janeiro de 1999.

## 2. Pressupostos, Concepção e Execução

Durante a nova República cinco tentativas de estabilização da inflação através de congelamentos de preços e quebra de contratos (choques heterodoxos) fracassaram. O Plano Real, que como os demais planos, tinha como diagnóstico que a inflação brasileira tinha um forte componente inercial, foi o único plano exitoso no que concerne ao controle da inflação crônica (ver Figura 1). No entanto, ao contrário dos demais, sem colocar em prática congelamentos de preços, confisco de depósitos, quebras de regras, ou outros artificialismos adotados nos planos anteriores.

Um conjunto de condições políticas, históricas e econômicas permitiu que o governo colocasse em prática no final de 1993 as bases de um programa que resultou no fim de quase duas décadas de inflação elevada e na substituição da antiga moeda pelo Real, a partir de julho de 1994.

Em sua concepção essencial, o Plano Real seguiu o método básico de combate à maioria das grandes inflações do século XX: recuperação da confiança da moeda nacional, por meio da garantia de seu valor externo. A âncora foi a estabilização da taxa de câmbio nominal, garantida por meio de financiamento externo e por um montante de reservas capaz de desestimular a especulação contra a paridade escolhida.

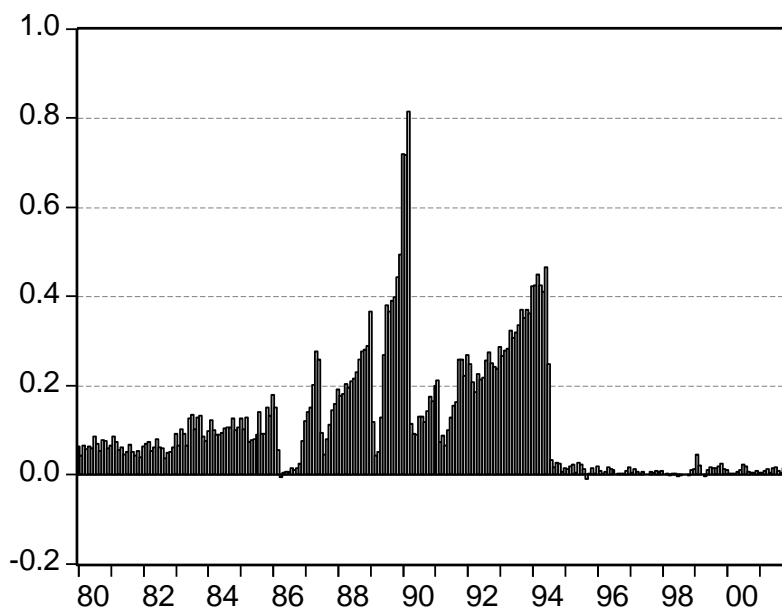
O objetivo da equipe econômica era de implantar o plano gradualmente, sem surpresas e com a substituição progressiva da moeda velha por uma moeda indexada. Por outro lado, a questão fiscal foi a primeira preocupação na formulação do plano anunciado em fins de 1993. Muito embora se possa argumentar que o plano se sustentou na herança do período anterior e não sobre as medidas adotadas ao longo da sua implantação<sup>1</sup>. Na ocasião da partida do Plano Real a situação financeira do setor público era de fato confortável. Em 1993 as contas do governo registravam superávit primário e operacional e a dívida líquida total e mobiliária nunca havia sido tão baixa<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Tais como o Plano de Ação Imediata (PAI) lançado em meados de 1993 e que determinava um corte da ordem de US\$7 bilhões, concentrados em despesas de investimento e pessoal. E o Fundo Social de Emergência que permitia que se desvinculassem das despesas 20% das receitas orçamentárias.

<sup>2</sup> Em percentagem do PIB os valores respectivos eram 2.6%, 0.3%, 32.2%. Este cenário muda

FIGURA 1: TAXA DE INFLAÇÃO



Dois outros pontos fundamentais que compõem o contexto em que o plano se insere são a abertura comercial e a liberalização financeira, que vinham se processando desde 1990. Assim na ocasião do plano, o país havia reingressado no circuito internacional do capital financeiro, o que permitiu o acúmulo significativo de reservas internacionais (ver Figura 2). Por outro lado, a economia se tornou exposta à concorrência internacional, o que limitava a capacidade de repasses de custos para preços e restringia a determinação dos *mark-ups* setoriais.<sup>pp</sup>

Em março de 1994, a equipe econômica promoveu a conversão dos salários pela média e a criação de uma nova unidade de URV (a unidade real de valor, ajustada diariamente de acordo com uma média de três índices de preços), para onde convergiram salários<sup>3</sup>, preços, contratos e também a taxa de câmbio. Tal procedimento desempenhou um papel de coordenação das expectativas, garantiu informação para os formadores de preços e criou as condições de conversão de contratos<sup>4</sup>.

A URV, portanto, permitiu uma superindexação da economia que facilitasse uma posterior desindexação. Este processo visava mimetizar a sincronização de preços e salários gerada por uma hiperinflação, sem implicar na desorganização da economia. Diferentemente de um processo de

---

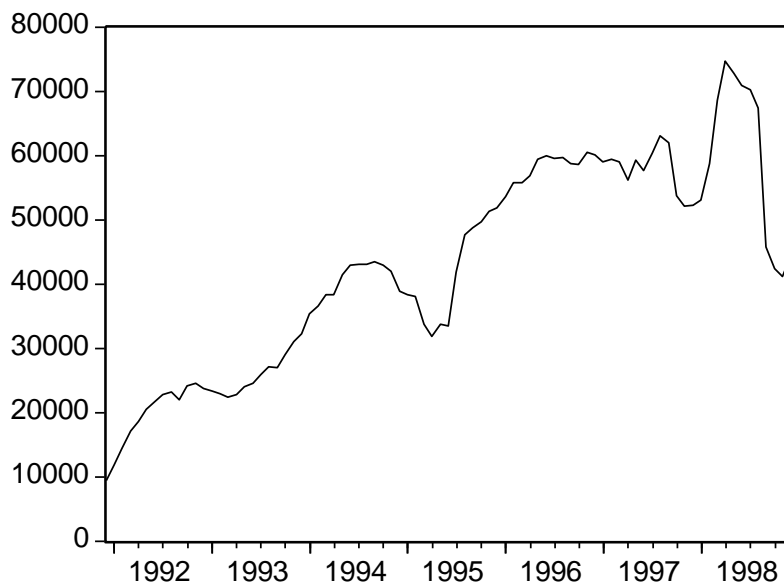
depois de 1995, quando a dívida pública entra numa rota ascendente. O que se deve a política econômica que abandonou este trunfo e levou a limites insustentáveis a situação das contas públicas. De fato, não houve nenhuma preocupação em coordenar as políticas macroeconômicas de forma a equacionar as finanças públicas e muito menos iniciativas sérias e sistemáticas para a reorganização das contas do governo.

<sup>3</sup> De forma compulsória os salários foram convertidos pela média dos últimos quatro meses dos valores em moeda corrente (cruzeiros reais) convertidos para URV da data de pagamento. A partir daí os salários expressos em URV eram pagos em moeda corrente pelo valor da URV do dia do pagamento. Assim fez-se uma transição do sistema de pagamentos de salários do regime de competência para o de caixa. O que eliminou a perda de poder aquisitivo decorrente da inflação e esvaziou as demandas sindicalistas por perdas salariais.

<sup>4</sup> O valor da URV também manteria uma paridade fixa de um para um com o dólar, ou seja, ela estava ancorada no dólar.

dolarização que ocorre em um processo de hiperinflação, a URV apenas se prestou à função de meio de conta (e não de meio de troca), sem implicar na queda da demanda pela moeda não indexada.

FIGURA 2: RESERVAS INTERNACIONAIS



Assim no momento em que a reforma monetária ocorresse as causas da indexação já teriam sido eliminadas. Como se daria em um processo de final de hiperinflação com a fixação do valor da moeda estrangeira em moeda nacional, o valor da URV na moeda antiga foi congelado em julho de 1994, e uma reforma monetária foi implantada com a conversão dos valores na moeda antiga e em URV para a nova unidade monetária, o real<sup>5</sup>.

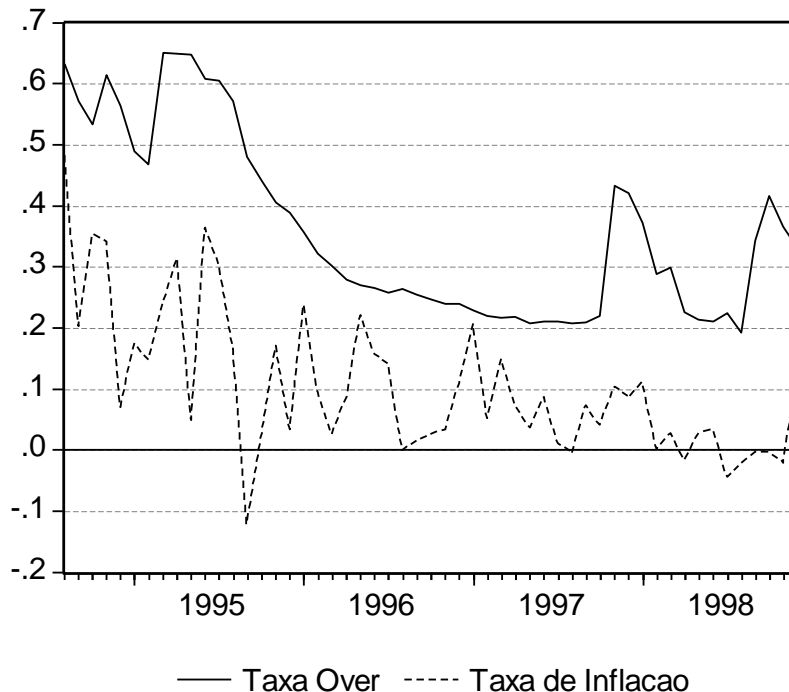
Dado o próprio diagnóstico do plano sobre o caráter inercial da inflação, seu sucesso estava vinculado à importância do componente tendencial da inflação e à ausência de choques no momento posterior à conversão<sup>6</sup>, ou da sua capacidade de impedir que os choques se transformassem em processo inflacionário. Assim, dever-se-ia quebrar a possibilidade de os agentes repassarem choques de custos e preços fazendo com que os efeitos dos choques fossem dissipados no tempo. Para isto foram anunciadas junto com o

<sup>5</sup> A boa aceitação da URV, juntamente com a conversão compulsória dos salários sugeriu que a economia poderia entrar em processo de superindexação ou que ocorreria a generalização do reajuste diário, ou de uma redução geral dos prazos de reajustes de preços, o que poderia provocar um choque de oferta inflacionário de extensão imprevisível. Por outro lado, havia o receio de que a experiência bimonetária poderia levar à contaminação da moeda “boa” pela “ruim”, o que acarretaria o surgimento da inflação na moeda nova. Reproduzindo o conhecido episódio do pengó fiscal húngaro de 1945/46. Ademais, segundo o idealizador do Plano (ver Franco, 1995), a URV apenas afetou a inflação pelo medo de que alguma forma de controle de preços fosse implementada (em março e em junho de 1994). Deste modo, embora houvesse a intenção de um alongamento do período para haver uma maior adesão à nova unidade de conta (que apresentou grande concentração de adesão no início e no fim do período marco-junho), estas razões talvez expliquem a curta existência do sistema bimonetário. Some-se, também a elas o oportunismo de aproveitar os dividendos eleitorais derivados de uma estabilização da inflação.

<sup>6</sup> O diagnóstico da inflação inercial considera dois componentes do processo inflacionário: os choques, que levam à alteração no patamar inflacionário, e a tendência ou *drift* que faz com que a taxa de inflação uma vez mais elevada não tenda a cair.

Plano, metas de expansão monetária bastante restritivas, elevação dos recolhimentos compulsórios sobre depósitos à vista, poupança e a prazo. Além disso, a taxa de juros do overnight foi mantida acima dos 55% ao ano em um contexto de inflação anual em torno de 15% (ver Figura 3).

FIGURA 3: TAXA DE JUROS E DE INFLAÇÃO, % a.a.



Em meados de outubro as restrições impostas não pareciam suficientes para definir um quadro de restrição de liquidez, o que parecia dever-se ao alto grau de substitutibilidade entre os passivos das instituições financeiras. As taxas de crescimento dos preços em mercados especulativos e/ou competitivos, bem como o volume de operações de crédito para consumo, mostravam-se elevadas. Caracterizando um quadro de excesso de liquidez com possíveis repercussões inflacionárias; ver Franco (1995). A inovação encontrada pelas autoridades econômicas foi além de estabelecer que toda operação passiva estava sujeita a um recolhimento de 30%, fazer incidir os recolhimentos compulsórios diretamente sobre os ativos das instituições financeiras, isto é, sobre as operações de crédito. Este controle foi a âncora monetária do Plano Real nesse momento.

Porém o sucesso do Plano Real foi sustentado pelo uso intensivo da taxa da âncora cambial. De fato, o fator determinante para romper com os processos de repasse de custos e livre determinação dos mark-ups foi a valorização da taxa de câmbio em um ambiente no qual o grau de abertura para o exterior já tinha aumentado significativamente e o país possuía um expressivo volume de reservas internacionais (da ordem de US\$40 bilhões). Com a manutenção da taxa real de juros em níveis elevados e do excesso de liquidez no mercado internacional, o fluxo de capitais externos persistiu. E desta feita, o BC se retirou do mercado de câmbio o que provocou uma forte valorização do Real. Com a economia aberta e um volume significativo de reservas a possibilidade de importações estava colocada. E como esta se tornou atrativa em decorrência da valorização cambial, os preços internos

foram travados, rompendo a possibilidade de propagação de choques – repasses aos preços e elevação de *mark-ups*. A deflação no câmbio, bem como em diversos outros preços determinados em mercados competitivos, produziu um choque de expectativas que se revelou fundamental nas primeiras semanas do Plano Real<sup>7</sup>.

Assim operava-se com um regime de taxa de câmbio flutuante, uma novidade sem precedentes no mercado cambial brasileiro, inteiramente desindexada e cuja sustentação de quaisquer níveis estaria impedido pelos limites de emissão de moeda. A retirada do BC do mercado de câmbio teve como conseqüência também permitir que toda a expansão monetária decorrente do processo de remonetização tivesse lugar mediante a redução do volume de títulos públicos. No entanto, a contribuição do novo regime cambial para a estabilização iria além da redução da dívida pública e de seu impacto sobre as expectativas, uma vez que conferiu à política monetária um atributo que lhe fazia falta: autonomia; ver Franco (1995). Logo o regime cambial era uma condição necessária para a construção da própria âncora monetária<sup>8</sup>.

Com a adoção do Plano Real, o Brasil estava abandonando as regras de uma moeda fiduciária não conversível e taxa real de câmbio fixada pelo banco central. Estas pareciam ser regras apropriadas para uma economia periférica dotado de elevado grau de industrialização, sustentado há décadas por níveis de proteção muito elevados. O Plano Real teria sido então, uma tentativa de colocar a economia brasileira sob a disciplina imposta por um regime de conversibilidade restrita, financeira e comercial, para depois avançar na trilha de uma conversibilidade plena. Desta forma não parecia se tratar apenas de obter a estabilidade de preços, mediante a utilização clássica da âncora cambial. Mas também de colocar em andamento um projeto de desenvolvimento liberal, que supunha a convergência relativamente rápida das estruturas produtivas e da produtividade da economia brasileira na direção dos padrões competitivos e modernos das economias avançadas.

Tal estratégia de desenvolvimento, em geral associada às recomendações do consenso de Washington e adotada pelos governos da América Latina, está apoiada nos seguintes pressupostos: (a) a estabilidade de preços cria condições para o cálculo econômico de longo prazo, estimulando o investimento privado; (b) a abertura comercial (e a valorização cambial) impõe disciplina competitiva aos produtores domésticos, forçando-os a realizar ganhos substanciais de produtividade; (c) as privatizações e o investimento estrangeiro removeriam gargalos de oferta na indústria e na infra-estrutura,

---

<sup>7</sup> Ao contrário da Argentina, no Brasil não se fixou a paridade e se permitiu que o real se valorizasse em termos nominais em relação ao dólar, em um momento em que continuavam as entradas de recursos. Assim, nos primeiros dias do plano a taxa de câmbio abriu cotada, por força da intervenção do BC, a 93 centavos de Real por dólar. A indicação era claramente sinalizar que a taxa de câmbio seria flexibilizada para baixo. Começava aí uma nova fase na apolítica cambial brasileira. Nos primeiros meses do plano a taxa de câmbio nominal caiu de R\$0.931 em julho para R\$0.842 em novembro de 1994. Nesse contexto, com valorização cambial, abertura comercial e volume significativo de reservas criou-se uma camisa de força para os preços internos.

<sup>8</sup> Embora o Plano Real parecesse caminhar para a fixação do câmbio, com conversibilidade plena, os responsáveis pelo programa de estabilização escolheram um regime de conversibilidade limitado com taxas semifixas. Neste caso e num ambiente internacional em que prevalecia a livre movimentação de capitais, a taxa de juros devia convergir de forma mais lenta para os níveis internacionais, uma vez que deveria incorporar além do risco-país, a expectativa de desvalorização do câmbio.



reduzindo custos e melhorando a eficiência; (d) a liberalização cambial, associada à previsibilidade quanto à evolução da taxa real de câmbio, atrairia poupança externa em suficiente para complementar o esforço de investimento doméstico e financiar o déficit em conta corrente.

O programa de estabilização adotado insere-se num contexto peculiar da economia mundial e que é particularmente adequado ao seu sucesso. O Brasil nos anos 90 passa da condição de doador de poupança a de receptor de recursos financeiros. O que foi possível graças à deflação da riqueza mobiliária e imobiliária observada já no final de 1989 nos mercados globalizados. A recessão americana que se prolongou até meados de 1992 e o estouro da bolha especulativa japonesa foram fatores que exigiram políticas monetárias “frouxas” nesses países, de tal maneira a absorver o impacto dos desequilíbrios de caixa e patrimoniais dos agentes atingidos pelo surto de valorização dos ativos que se seguiu à intervenção de 1987; ver Belluzzo e Almeida (2002).

A situação de baixa taxa de juros e excesso de liquidez nestes mercados, por um período prolongado, gera uma pressão de fuga de capitais. O qual encontra um ambiente atraente nos mercados emergentes latino-americanos, onde prevalecem ações depreciadas, governos endividados e com empresas públicas privatizáveis, além das perspectivas de valorização das taxas de câmbio e da manutenção de taxas de juros reais elevadas, em moeda forte, mesmo depois da estabilização inflacionária.

Antes do Plano Real o Brasil logrou triplicar as suas reservas cambiais em apenas dois anos. Em 1989 estas estavam em torno de US\$9.2 bilhões, alcançavam US\$23.7 bilhões em 1992 e atingiam US\$32.2 bilhões em fins de 1993, quando do anúncio do Plano Real. No momento da Reforma Monetária as reservas já eram superiores a US\$43 bilhões, um nível correspondente a 18 meses de importações e mais do que suficiente para amparar a fixação do câmbio como instrumento da política de estabilização.

Os ademais aspectos do setor externo brasileiro no momento do plano também eram sólidos: o superávit comercial em 1993 era de US\$13.3 bilhões e o déficit em transações correntes de apenas US\$675.9 milhões.

Os países da periferia, onde se inclui o Brasil, até então submetidos às condições de ajustamento impostas pela crise da dívida, foram capturados pelo processo de globalização, executando seus programas de estabilização de acordo com as normas dos mercados financeiros liberalizados. A regra de conduta das estabilizações com abertura é a da criação de uma oferta de ativos atraentes que possam ser encampados pelo movimento geral da globalização – tais como títulos da dívida pública, de curta maturação e de elevada liquidez, ações de empresas em processo de privatização, bônus e papéis comerciais de empresas e bancos de boa reputação, e posteriormente ações depreciadas de empresas privadas, especialmente daquelas mais afetadas pela abertura econômica, valorização cambial e taxas de juros altas.

Diante da fragilidade financeira intrínseca das moedas recém-estabilizadas, estes ativos precisavam prometer elevados ganhos de capital e/ou embutir prêmios de risco em suas taxas de retorno. Assim a rápida desinflação é acompanhada por uma queda muita lenta das taxas nominais de juros (ver Figura 3). As taxas reais não podem ser reduzidas abaixo de determinados limites estabelecidos pelos *spreads* exigidos pelos investidores estrangeiros, para adquirir e manter em carteira um ativo denominado em moeda fraca, artificialmente valorizada.

Nos portfólios dos grandes investidores globalizados os ativos oferecidos pelas economias com histórias monetárias turbulentas são naturalmente os ativos de maior risco e, portanto, aqueles que são os primeiros a serem liquidados no caso de mudanças no ciclo financeiro. *Independentemente do que possa ocorrer com o ciclo financeiro, os mercados emergentes também estão em geral mais sujeitos às mudanças de humores e opiniões predominantes quanto a sustentabilidade dos respectivos regimes cambiais. O que significa que seus processos de estabilização são intrinsecamente vulneráveis em proporção direta ao grau de dependência do ingresso de recursos externos – derivada dos déficits em transações correntes. Nestas condições, a estabilização conquistada coloca-se sob permanente ameaça de ruptura.*

### **3. Impactos, Problemas e a Política Econômica do Imediato Pós-Real**

Nos primeiros meses do programa, as autoridades permitiram uma forte valorização da taxa nominal de câmbio visando a uma convergência mais rápida da taxa de inflação doméstica à que prevalecia nos Estados Unidos, o que de fato ocorreu. O impacto imediato do Plano Real foi a rápida queda da taxa de inflação. Após uma aceleração inflacionária motivada pela corrida de reajustes preventivos anteriores à previamente anunciada conversão à nova moeda, em julho de 1994 a inflação despenca. A inflação ocorrida em julho tinha tanto um importante componente residual quanto uma forte presença de conflito distributivo. Entretanto, a partir de agosto a inflação começa a ceder, passando a oscilar conforme as condições de demanda e as ocorrências de choques, porém sempre com tendência de queda, chegando em dezembro a registrar menos de 1% pelo índice geral de preços. Em 1995 a inflação anual ainda foi de dois dígitos – 14.8% -, mas a partir de 1996 já estava em 9.3%. Nos anos seguintes a queda persistiu, caindo para 7.5% em 1997 e 1.7% em 1998.

De outra parte, a queda do imposto inflacionário aumentou o poder de compra dos assalariados. Dado o baixo nível de endividamento preexistente, tanto das famílias quanto das empresas, a rápida retomada do crédito – apesar das fortes medidas de contenção do crédito e das taxas de juro muito elevadas – provocou um salto na demanda agregada. A qual era estimulada também pela queda real de preços de alguns setores industriais. Além disso, e também a despeito das medidas de contenção tomadas pelo governo, a queda das taxas de juros nominais e o fim da indexação provocaram uma recomposição, na margem, da riqueza privada em detrimento das aplicações financeiras defensivas e em favor do consumo de duráveis e da posse de ativos reais; ver Beluzzo e Almeida (2002).

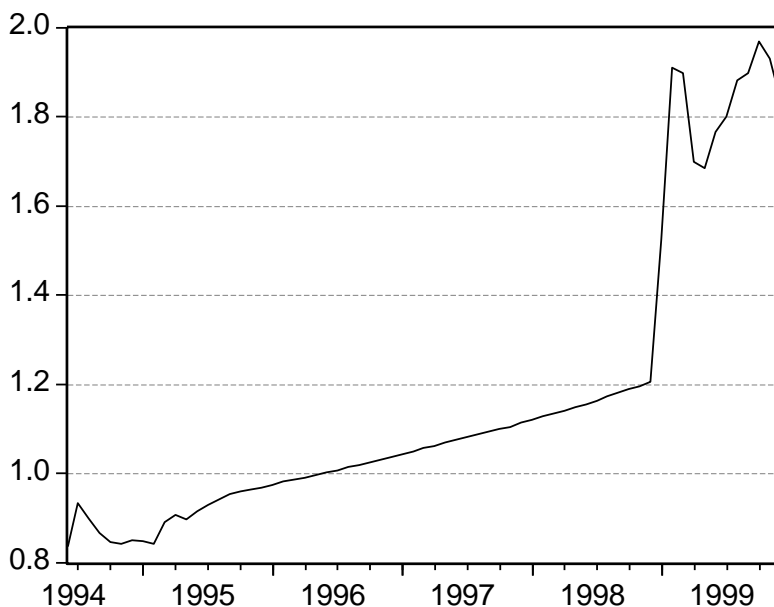
Esses fatores impulsionaram prontamente a demanda nominal sem nenhum efeito sobre os preços dos *tradables*. A inflação residual no período da pressão de demanda sobreviveu por conta dos preços dos serviços<sup>9</sup>. De fato, a estratégia de estabilização através da taxa de câmbio acabou implicando em valorização cambial devido à inflação residual não repassada ao câmbio no

---

<sup>9</sup> Entre agosto de 1994 e janeiro de 1997 enquanto o IPA cresceu 22.88%, o IPC cresceu 55.04%. Aluguel, educação, serviços de residência, serviços de vestuário, médico/dentista/outros, cresceram respectivamente, 198.12%, 132.13%, 66.58%, 92.94%, 92.46%.

momento seguinte. O que se constitui numa necessidade para que a estabilização se efetive. No Brasil a apreciação cambial decorreu também da política cambial adotada (ver Figura 4), que objetivava criar uma pressão deflacionária no universo de mercadorias e serviços com seus preços associados ao do dólar.

FIGURA 4: TAXA DE CAMBIO NOMINAL



Essa estratégia de estabilização é eficiente para os *tradables*. Todavia no caso dos *non-tradables* esta política não se aplica uma vez que são mercadorias que não se importam ou exportam. Logo seus preços tendem a continuar subindo, pois o crescimento da demanda associado à estabilização eleva os salários reais, e como estes setores não sofrem a concorrência internacional, eles podem repassar para preços aumentos de custos bem como recompor margens, enquanto a demanda se encontra aquecida.

Era esperada, de outra parte, que o salto do consumo e da produção corrente – numa situação de taxa de câmbio real valorizada - deteriorasse o saldo comercial e conseqüentemente produzisse déficits em transações correntes. O ano de 1995 é um marco para as contas externas do país tal a magnitude das mudanças ocorridas: o superávit comercial de US\$10.5 bilhões em 1994 cede lugar a um déficit de US\$3.5 bilhões e o resultado em transações correntes, de um déficit de US\$1.8. bilhões (0.3% do PIB), passa para US\$18.4 bilhões (2.5% do PIB). Ocorre que estas mudanças se passam na ausência de uma explosão de crescimento da economia (o crescimento em 1995 foi de 4.2%), o que significa dizer que os resultados refletem principalmente a orientação da política econômica.

A existência de déficits em conta corrente não é um mal em si, se for transitório, e/ou o país possuir reservas, e/ou a entrada de recursos externos pela conta de capitais for suficiente para financiá-lo. O problema surge quando o acúmulo da dívida externa pressiona a conta de juros e as amortizações começam a vencer. Assim a superação dos déficits em conta corrente requer a execução de políticas estruturais voltadas para equalizar as condições da concorrência externa e interna. O que implicaria a adoção de controles técnicos e vigilância de preços de importações, além de políticas voltadas a dinamizar

segmentos industriais, como bens de capital e setores com maior déficit comercial, e ainda incentivar exportações. No entanto, a política econômica prosseguiu na linha de orientação com a combinação câmbio-juros, processando apenas de forma gradual o ajuste na taxa de câmbio em um reconhecimento implícito de sua sobrevalorização. Porém à custa da manutenção de taxas de juros muito elevadas e déficits público e externo crescentes.

No que concerne à evolução das importações apesar de todos os componentes terem crescido entre 1993 e 1995, os dois itens que apresentaram os maiores aumentos foram automóveis (182.2%) e bens de consumo (186.0%). O que significa que uma parcela relevante da entrada de recursos direcionou-se para o financiamento do consumo, sem impacto sobre a capacidade produtiva da economia.

No entanto é importante ter em conta o crescimento das importações de matérias-primas (76.8%) e bens de capital (137.7%), entre estes anos e no período 1993-1998 (respectivamente, 103.9% e 202.1%), pois este salto das importações representou um recurso improvisado para alcançar rapidamente competitividade. Com efeito, a sensível ampliação dos mercados domésticos e a sobrevalorização da moeda local que acompanharam a estabilização criaram condições favoráveis a que numerosas empresas respondessem a pressão competitiva exercida pelas importações<sup>10</sup>, com a modernização e o barateamento dos produtos por ela ofertados. Para tanto elas recorreram, aparentemente à ampliação de suas próprias compras no exterior. Assim após um longo período de hibernação observou-se na estrutura industrial brasileira um processo de renovação/modernização da cesta de produtos ofertados, e a absorção massiva de melhorias organizacionais e tecnológicas no curso dos anos 1990, conhecido como *catch up* produtivo. Cujas características são a replicação deliberada e rápida de características exibidas pelas indústrias das economias desenvolvidas. Em suma, a valorização cambial teve um duplo e contraditório papel de barateamento das importações de produtos concorrentes, quanto de insumos e bens de capital capazes de propiciar a modernização produtiva e a diversificação das linhas de produtos; ver Castro (2001) e (2002).

Pode-se argumentar que a indústria revelou um ímpeto expansionista considerável, tendo sido capaz de responder vigorosamente ao surgimento de oportunidades. Os efeitos estão estampados no crescimento da produtividade industrial no período 1991 a 1998. Entre 1991, antevéspera da abertura comercial, e 1994 a produtividade cresceu 19.5%, e de 1991 a 1995, 21.3%, e entre 1991 e 1998, 40.3%.

Assim apesar do ambiente macroeconômico punitivo a produtividade cresceu significativamente, abrindo espaço para a queda de custos e preços. Esta constatação sugere a hipótese de que embora a taxa de câmbio real tenha caído 48.4% entre 1985 e 1998 (ver Figura 5)<sup>11</sup>, a queda dos preços em reais recebidos pelo setor exportador tenha sido compensada pela redução dos

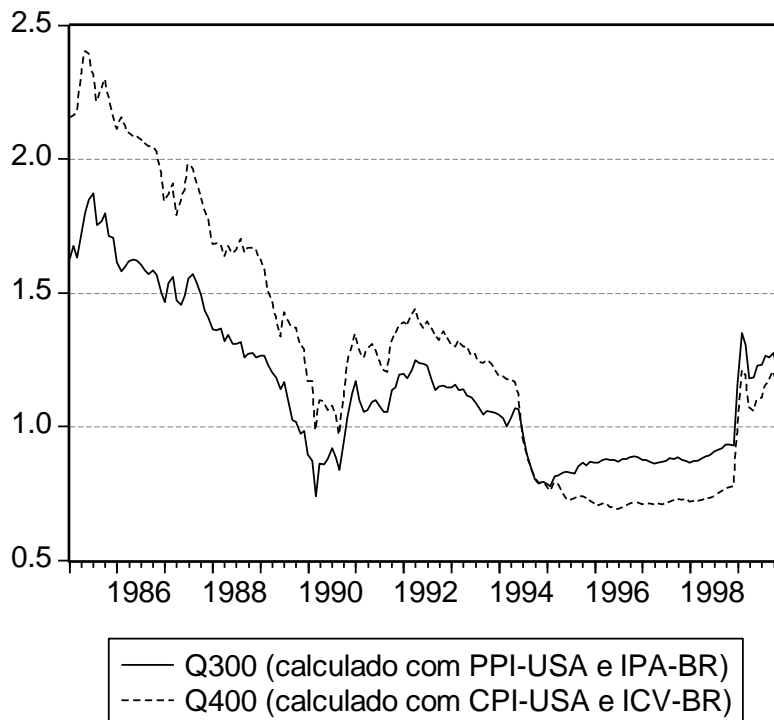
---

<sup>10</sup>Caso o câmbio sofresse alguma desvalorização as pressões de custo derivadas induziriam as empresas a cultivar ou mesmo a reconstituir as cadeias locais de suprimento. Porém, preservada a apreciação importar passou a ser um potente mecanismo de compressão de custos.

<sup>11</sup> Este resultado é obtido quando os deflatores usados são o PPI e o IPA. Quando se usam índices de preços ao consumidor esta queda é de 67.1%.

custos unitários, o que teria desta forma preservado a sua margem de lucro. Este fato talvez explique porque as exportações cresceram ininterruptamente entre 1991 e 1998, tendo saltado de US\$31.6 para US\$51.1 bilhões num contexto de câmbio valorizado.

FIGURA 5: TAXA DE CAMBIO REAL



Este argumento não invalida o fato de que devido à continuidade da orientação econômica foram ativadas forças negativas, emanadas do aprofundamento da abertura comercial, da sobrevalorização cambial e das taxas reais de juros elevadas. Estas forças exerceram um efeito perverso sobre o custo de uso do capital existente, desfavorecendo a utilização do capital instrumental para a produção destinada à exportação, e incitaram a racionalização defensiva, com cortes de custos das empresas, o que promoveu uma permanente redução de postos de trabalho nos setores submetidos à concorrência dos produtores estrangeiros; ver Belluzzo e Almeida (2002).

Do ponto de vista do investimento e da estrutura de produção, a combinação juros-câmbio do Plano Real desestimulou os projetos voltados para as exportações, promoveu um encolhimento das cadeias produtivas – afetadas também por importações predatórias – e aumentou a participação da propriedade estrangeira no estoque de capital doméstico. Os fatores acima concorreram para inibir as exportações e favorecer as importações, os gastos com viagens internacionais e o aumento de remessas de lucros e dividendos para o exterior.

Um aspecto importante é a natureza do capital ingressante no país. O qual era predominantemente voltado para investimentos de portfólio – ações, fundos de aplicação financeira, fundos de privatização, etc. – e que se caracterizam pela possibilidade de refluir rapidamente em resposta às incertezas, queda na taxa de juros interna, aumento na taxa de juros internacional, necessidade de compensar perdas em outros mercados, etc. Assim manter um déficit em transações correntes, financiado com recursos

voláteis e que em parte direcionavam-se para o financiamento do consumo, caracterizava uma situação de alto risco e pouco sustentável no longo prazo.

Como já mencionado em outubro de 1994 implantou-se uma política de controle de demanda através de uma violenta restrição da liquidez. Que logrou a redução do volume de haveres monetários livres e a elevação generalizada das taxas de juros.

Ademais foram introduzidas restrições à entrada de capitais externos através da imposição de alíquotas diferenciadas para determinadas modalidades de entradas de capital, com o objetivo de limitar as entradas motivadas pelos diferenciais de taxas de juros de curto prazo<sup>12</sup>. Também se flexibilizou a saída recursos de capitais para o exterior - remessas comerciais, financeiras, e investimentos - e se avançou na liberalização das importações através de reduções de tarifas, desburocratização e remoção de barreiras não tarifárias.

O elenco de medidas foi complementado com a fixação de uma margem dentro da qual o dólar poderia flutuar – R\$0.84 a R\$0.86. Desta forma, interrompeu-se o processo de apreciação da taxa de câmbio nominal, sem qualquer desvalorização para compensar a valorização anterior. Com as restrições as entradas de dólares diminuíram. A queda do nível de reservas a partir de outubro (ver Figura 2), e que se mantivera estável de junho a setembro, mostra a determinação do banco central em evitar a desvalorização cambial. Sem alterar o câmbio e com a economia aquecida no final do ano, manteve-se o déficit em transações correntes<sup>13</sup>.

A mesma valorização cambial que amparou a desinflação rápida ampliou o componente que na formação da taxa de juros se correlaciona com a expectativa de desvalorização do câmbio. O governo procurou regular esta expectativa definindo uma política de ajuste gradual da taxa de inflação, o que acabou por consolidar na formação da taxa de juros o nível nominal aproximado de 7% ao ano, a partir de 1995, como o valor correspondente à desvalorização projetada do câmbio. Dado a política econômica adotada, a taxa de juros básica na economia brasileira passou a ter um piso que resultava da agregação do componente cambial, da taxa internacional de juros internacional (como a taxa norte-americana em torno de 6%), do *spread* de financiamentos a tomadores do país, refletindo o risco Brasil (em torno de 5% em tempos normais), além de impostos, o que totalizava algo como 22% ao ano.

Como já mencionado as taxas de juros mais elevadas foram também utilizadas, no início do programa para represar a poupança financeira e desestimular a procura por crédito por parte das famílias e das empresas (ver Figura 3). Também se lançou mão de elevações acentuadas das taxas de juros na tentativa de conter a fuga de capitais diante de crises externas com potenciais efeitos sobre o país, como nas crises do México, em 1995, a asiática em 1997, e a russa em 1998, e ainda para combater os ataques especulativos contra a moeda nacional, como ocorreu em fins de 1998 e início de 1999.

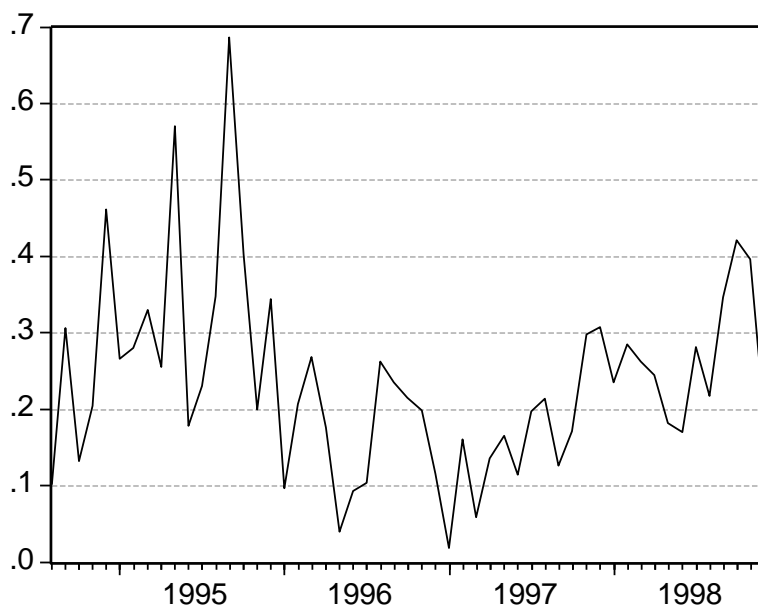
---

<sup>12</sup> No caso, destinadas aos Fundos de Renda Fixa – Capital Estrangeiro.

<sup>13</sup> Note-se que vários países na América Latina adotaram estratégias de estabilização baseadas na âncora cambial e todos tiveram a deterioração de suas contas externas, principalmente em decorrência da apreciação cambial. México e Argentina são exemplos aos quais o Brasil iria se juntar.

Um ponto a não se perder de vista diante de fatos que conjuntamente influenciaram as taxas de juros no Brasil é que a *desinflação rápida, a abrupta sobrevalorização da moeda e as taxas de juros muito altas foram todos componentes da mesma estratégia de política econômica*. Por isto não é de surpreender que o Brasil tenha ostentado no período as taxas reais de juros mais elevadas entre as economias emergentes e em padrões mundiais (ver Figura 6).

FIGURA 6: TAXA REAL DE JUROS (OVER/SELIC), % a.a.



#### 4. A CRISE CAMBIAL LATENTE DO PLANO REAL

O México foi o primeiro país latino-americano a ter seu plano de estabilização colocado em xeque. Os profundos desequilíbrios macroeconômicos associados a um quadro político conturbado em 1994, levou os investidores estrangeiros a apostarem na desvalorização da moeda mexicana no final deste ano, provocando um ataque contra ela. O que levou o governo a deixar a moeda desvalorizar e a buscar socorro junto ao FMI, para atender à fuga de dólares.

A crise mexicana colocou em questão a estratégia implementada no Plano Real. No início de 1995 ficou claro que não se poderia deixar deteriorar ainda mais as contas externas. A política econômica não poderia apenas controlar a inflação, mas deveria também buscar a estabilização das contas externas para impedir uma crise cambial. O problema era que a correção da taxa de câmbio apesar dos efeitos positivos sobre o balanço comercial e as contas externas poderia levar à volta do processo inflacionário, uma vez que a economia encontrava-se relativamente aquecida e a memória inflacionaria e a possibilidade de retorno da indexação ainda estavam muito presentes.

A opção do governo foi tomar novas e severas medidas quantitativas de restrição ao crédito e elevação das taxas de juros<sup>14</sup>, provocando uma rápida

<sup>14</sup> O efeito sobre resultado fiscal foi imediato: o superávit primário como proporção do PIB, passa de 5.3% em 1994 para 0.4% em 1995; enquanto pelo conceito operacional passa de um superávit de 1.4% em 1994, para um déficit em 1995 de 4.9% do PIB.

desaceleração do crescimento do produto e da renda que reverteu um ciclo intenso, porém curto<sup>15</sup>. As restrições impostas à entrada de capitais de curto prazo também foram eliminadas. Além disso, promoveu-se uma desvalorização da taxa de câmbio de 6% e alterou-se a política cambial, com o alargamento das bandas de flutuação, projetando-se uma desvalorização nominal da taxa de câmbio na faixa de 7% ao ano. Nesta ocasião, buscou-se aumentar os estímulos às exportações através dos Adiantamentos dos Contratos de Câmbio (ACC), que permitiam aos exportadores se beneficiarem das elevadas taxas de juros internas, e retrocedeu-se no processo de abertura comercial com a elevação de tarifas de uma série de produtos, dentre os quais os automóveis, para os quais se introduziu também o regime de quotas.

A nova política cambial redirecionava a trajetória do valor de moeda estrangeira, mas mantinha a sobrevalorização a longo tempo acumulada. Sinalizava-se assim com uma política gradualista de correção cambial. Assumindo que a inflação ficasse abaixo de 7%, a defasagem cambial seria eliminada pouco a pouco. A permanência dos déficits em transações correntes seria então sustentada pelo financiamento dos investidores estrangeiros. Enquanto isto, se ocorressem as reformas econômicas e se houvesse ganhos significativos de produtividade, através da modernização da economia, a taxa de câmbio real seria corrigida sem ter que recorrer à desvalorização cambial.

Tal política pressupunha que a estabilização teria provocado um aumento de confiança nos mercados financeiros a ponto de assegurar um fluxo permanente de financiamento externo de boa qualidade. O que justificaria a apreciação cambial e tornaria insubsistentes os temores quanto à evolução do déficit comercial e do desequilíbrio em transações correntes. Desde que este último não ultrapassasse certos limites (a princípio projetado em 4% do PIB), seriam infundadas as apreensões quanto ao risco dos influxos de capitais<sup>16</sup>.

De fato neste episódio, o governo conseguiu abortar o ataque especulativo derivado da crise mexicana e manter a taxa de câmbio. O banco central perdeu em torno de US\$12 bilhões de reservas, mas a elevação da taxa de juros fez com que elas fossem recompostas rapidamente, e mesmo superassem os níveis anteriores. No fim de 1995 as reservas ultrapassaram os US\$50 bilhões.

A política monetária tem o importante papel de conter a demanda e com isto impedir os déficits comerciais elevados e controlar a alta de preços. Mas dada a dependência dos mercados financeiros globalizados o seu papel é agora magnificado. E os seus gestores têm de respeitar o diferencial de juros requerido pelos que adquirem e mantêm em suas carteiras ativos denominados em reais. Dado que a desvalorização foi sendo exercida lentamente, os diferenciais de juros permaneceram muito elevados juntamente com a continuidade da valorização cambial, aumentando as dificuldades para a administração fiscal e tendo más conseqüências sobre os balanço de pagamentos e o crescimento da economia.

---

<sup>15</sup> Este ciclo se nutria de dois fatores: o efeito riqueza motivado pela estabilização; e uma reação do crédito que, embora se tenha dado sob elevadas taxas de juros e tenha sido refreada pelos controles da política econômica, ainda assim foi expressiva.

<sup>16</sup> *Esta suposição ignorou sistematicamente três questões: a) a possibilidade de mudanças nas condições financeiras internacionais; b) a sensibilidade dos mercados em relação à situação dos países deficitários e devedores, particularmente aqueles de mercados emergentes; c) o risco latente de uma fuga de capitais diante da desproporção entre a massa de ativos domésticos líquidos e as reservas internacionais.*



Como efeito da política adotada e com a reversão das expectativas dos agentes, verificou-se uma grande retração na atividade econômica, a partir do segundo semestre de 1995. Como grande parte da expansão anterior foi baseado na expansão do crédito e a retração ocorreu antes da maturação dos projetos de investimentos realizados, verificou-se um grande aumento da taxa de inadimplência da economia, muito acima da média histórica<sup>17</sup>. Este fato atingiu em cheio o sistema bancário já fragilizado pela perda das receitas inflacionárias.

A crise bancária de 1995 quebrou três grandes bancos, além de vários outros de menor porte, abrindo caminho para uma expressiva desnacionalização do setor. Os bancos estrangeiros passaram a dominar 35% dos ativos bancários totais em 1998 – 9% em 1994. A crise não se espalhou devido à atuação do banco central como emprestador de última instância, que rapidamente socorreu o sistema. Um programa especial destinado a absorver a parte ruim dos ativos bancários para que a parte boa pudesse ser passada a outra instituição (de preferência estrangeira), o PROER, segundo o FMI custou 4% do PIB em custos diretos ou 10% incluindo custos indiretos. Assim os efeitos da inflexão de trajetória da economia sobre as finanças públicas não se restringiram à perda potencial de receita de impostos, mas também se refletiram em intervenções de alto custo do banco central no sistema bancário.

As mesmas circunstâncias agravaram o desequilíbrio financeiro dos bancos estaduais e dos estados, que ingressaram numa etapa de penúria e de crescimento insuportável dos estoques da dívida mobiliária e contratual. A renegociação levada a cabo em 1997 entre a união e os estados procurou diluir em um longuíssimo prazo (trinta anos) os efeitos das taxas de juros muito altas sobre as dívidas estaduais. O programa lançado de reestruturação dos bancos estaduais – PROES – que correspondia a empréstimos da União para cobrir os rombos desses bancos, vinculou os estados ao comprometimento em privatizá-los ou transformá-los em agências de desenvolvimento.

No período imediato pós-Real o câmbio era flutuante e a entrada de recursos externos apreciava a taxa de câmbio. Com a nova política cambial e com a retomada do fluxo de capitais externos, para impedir a apreciação cambial era necessário convertê-los em reservas. Logo, para evitar a expansão monetária decorrente era necessário recorrer à esterilização deste efeito através do aumento da dívida pública<sup>18</sup>. Conseqüentemente a rápida acumulação de reservas (interrompida por ocasião das crises seguintes dos mercados emergentes) e as taxas reais de juros (que se elevaram desmesuradamente depois de tais episódios, caindo muito gradualmente depois) provocaram um crescimento acelerado da dívida pública, ampliando a fragilidade financeira em todas as esferas de governo.

---

<sup>17</sup> Além de inadimplência de empresas verificou-se também a inadimplência de consumidores, que tomaram empréstimos a taxas de juros elevadas em um contexto no qual os salários estavam deixando de ser indexados. Assim pode-se argumentar que houve falta de planejamento dos consumidores, como falta de capacidade do sistema bancário que se ajustou à queda da inflação expandindo suas operações de crédito sem uma avaliação adequada do risco de crédito. Assim não só a reversão da atividade econômica como o despreparo dos bancos para a concessão de crédito colocou o sistema em dificuldades em meados de 1995.

<sup>18</sup> Esta dependência da política de esterilização refletia a incapacidade de realizar um ajuste fiscal adequado que pudesse compensar o impacto expansionista do aumento de reservas. Esta política penalizava também ainda mais o governo pela diferença entre a taxa de remuneração das reservas e a taxa de juros paga aos títulos públicos.

Isto aconteceu a despeito da elevação da carga tributária que passou de 22% em 1994 para 30% do PIB, em 1998 e da execução de um programa de privatização de amplas dimensões. Desde que foi iniciado, em 1991, até 1998 a receita do programa somou US\$ 68.6 bilhões e mais um total de US\$16.5 bilhões em dívidas transferidas ao setor privado. O valor total apurado após 1994 – 90% do total – equivalia à dívida pública em dezembro deste ano. Esses números contrastam, com os resultados da dívida pública e do desequilíbrio fiscal que prosseguiram como se uma privatização de tal envergadura não tivesse ocorrido.

Em tese é correta a afirmação de que a utilização da âncora cambial deveria ser temporária e que, mantidas as condições básicas do financiamento externo às economias emergentes, a estabilização definitiva só poderia ser alcançada mediante um ajustamento fiscal intertemporalmente consistente. Na opinião dos mercados financeiros, os países com tradição de inflação alta e freqüentes desarranjos monetários precisariam oferecer, por algum tempo, a garantia de um superávit fiscal estrutural, ainda que admitindo o aparecimento de déficits temporários determinados por flutuações cíclicas da economia.

No caso brasileiro o efeito da estabilização sobre as receitas do governo foi de menor importância do que em outros países, porque a longa convivência com a inflação elevada foi promovendo uma indexação apropriada das rendas do Estado. Apesar do governo poder contar com a possibilidade de contingenciar despesas pela redução das transferências e conter investimentos e gastos sociais, a suspeita de inexistência de uma situação fiscal “razoável” quase sempre acompanhou a execução do plano. Sendo assim, a estabilização ficou a cargo da sobreutilização da taxa de câmbio nominal e das taxas de juros elevadas como instrumentos únicos de desinflação. Porém tais instrumentos não são neutros sobre as contas públicas, de forma que demonstrar solidez fiscal e afastar suspeitas sobre a solvência do setor público se tornavam tarefas cada vez mais difíceis à medida que avançava o plano de estabilização inflacionária e se avançava no uso desses instrumentos. Por essas razões é equivocada a interpretação de que pelo lado da estabilização o plano caminhava bem, mas pelo lado fiscal – tido como independente – caminhava mal e colocava-se como obstáculo à continuidade da política de estabilização. Isto porque os instrumentos que pareciam assegurar o êxito desta simultaneamente comprometiam e concorriam para desajustar o setor público.

O sucesso do plano de estabilização e o crescente desajuste fiscal caminhavam juntos e eram faces da mesma moeda. O Real. A formação de déficits volumosos, internos e externos, bem como o crescimento muito rápido da dívida externa – neste caso sob a liderança do setor privado – e interna do setor público foram efeitos integralmente gerados pela execução do Plano Real.

A trava colocada pela taxa de câmbio e o desequilíbrio externo crescente definiam um patamar mínimo elevado para a taxa de juros interna. À medida que o país voltou a acumular reservas após a crise mexicana, a taxa de juros voltou a cair, porém a partir de meados de 1996 estas reduções foram se tornando menores e a taxa Selic se estabilizou em 20% ao ano. O que implicava, dado a baixa taxa de inflação, em uma elevada taxa real de juros

(ver Figura 6)<sup>19</sup>. O diferencial taxa de juros interna-externa refletia, como se argumentou, o risco embutido de uma mudança cambial ou das expectativas dos agentes de uma desvalorização cambial.

Sempre que ocorria uma perturbação que colocasse em risco o financiamento dos déficits em transações correntes o governo era obrigado a alterar a taxa de juros. Por duas vezes o governo teve que dobrar a taxa de juros – na crise asiática no final de 1997 e na crise russa em meados de 1998. Esta dinâmica da taxa de juros, combinada com o volume da dívida pública determinou uma trajetória de crescimento autônomo desta última, e impôs pressões crescentes do lado fiscal. Esse quadro aumentou as dúvidas sobre a capacidade de pagamento do governo, sendo a desconfiança ampliada pela sucessão de pacotes fiscais não cumpridos o que deteriorava as condições de financiamento.

Com a crise mexicana houve uma ruptura do crescimento econômico ocorrido no imediato pós-Real. A partir de então se implantou uma trajetória do tipo *stop and go* em que os condicionantes externos (fluxo de capitais) definiam a condução da política econômica e o ritmo da economia. Diferentemente do *stop and go* centrado na inflação, vigente entre o fracasso do Plano Cruzado (1986) e o lançamento do Real (1994), em que a ameaça consistia crescentemente na possível transição para a hiperinflação. Agora o gatilho que aciona o stop tornou-se de forma cada vez mais evidente, a possível insuficiência do financiamento externo<sup>20</sup>.

Na crise asiática do segundo semestre de 1997, a resposta do governo em aumentar a taxa de juros e lançar um pacote fiscal ainda foi eficaz. No momento da crise houve uma redução no nível de reservas de US\$11 bilhões, rapidamente recomposta com a elevação da taxa de juros. No entanto a taxa de desemprego se elevou e o produto se retraiu (tendo caído 10% em seis meses). Paralelamente o não cumprimento do pacote fiscal e a grande elevação da dívida pública fizeram com que o mercado passasse a rejeitar os títulos prefixados, ampliando a opção pelas aplicações overnight, evidenciando assim a desconfiança em relação a sustentabilidade da política econômica. Neste momento o coro dos defensores da desvalorização cambial cresce, ao mesmo tempo em que os indicadores macroeconômicos se deterioram<sup>21</sup>.

Desde a crise asiática e, sobretudo depois do colapso da Rússia em agosto de 1998, a disponibilidade de financiamento e de capitais para os países em desenvolvimento foi sendo reduzida, sinalizando que a disposição do mercado financeiro internacional em financiar níveis elevados de déficits em transações tinha se reduzido. Por outro lado, os *spreads* entre as taxas dos

<sup>19</sup> No período 08/1994 a 05/1996 a taxa real de juros foi em média 27.7% a.a., entre 06/1996 a 10/1997 15.5% a.a. e, entre 11/1997 a 12/1998 (pós-crise asiática) 27.4% a.a.

<sup>20</sup> O regime de retomadas seguidas de stop, e retorno à posição retransa se alterou no tempo. E a razão está em que detectada a vulnerabilidade ela tendeu a incorporar-se progressivamente às expectativas – passando o país a ser percebido (e tratado) como membro de um grupo de risco. Nestas condições o impulso expansivo fica limitado a arrancadas (*go*), puxadas basicamente pela demanda (especialmente de duráveis de consumo) e prontamente respondidas pela oferta. Assim a introjeção pelos agentes econômicos da vulnerabilidade significa que em face de sinais adversos eles próprios se encarregam de cortar gastos e deter a expansão (ver Castro 2002).

<sup>21</sup> Taxa de crescimento do PIB 1997 e 1998: 3.3% - 0.2%; taxa de desemprego aberto 1997 e 1998: 5.7% - 7.6%; déficit operacional 1997 e 1998 (% do PIB): 4.3% - 7.4%; déficit primário 1997 e 1998: 1.0% - 0.0%; dívida pública 1997 e 1998: 34.5% - 43.7%.

títulos do governo americano e aqueles pagos pelos países emergentes que tendiam a recuar depois das fases agudas de crises de liquidez e desconfiança, não mais retrocediam aos níveis prevalecentes antes da turbulência<sup>22</sup>. Por fim, os mercados passaram a trabalhar com a expectativa de que uma correção de preços deveria ocorrer nas bolsas que ainda operavam com fortes surtos de capitalização, como era o caso das americanas.

Por isso, após a crise russa e mesmo depois do acordo formalizado com o FMI no início de dezembro de 1998, a reação dos mercados financeiros externos e internos permaneceu tão sensível na avaliação dos riscos associados a posições no Brasil. Internamente, os mercados futuros de câmbio e juros continuaram revelando grande sensibilidade diante de alterações nas condições de financiamento externo. Fossem elas decorrentes de um saldo negativo, em dias consecutivos, nos mercados de câmbio, da concentração de amortizações num determinado mês ou de uma tendência à elevação do déficit na conta de comércio. No plano externo, a opinião dos mercados a respeito da inadequação da taxa de câmbio e da deterioração das contas públicas mostrava uma hipersensibilidade a problemas que vinha se avolumando progressivamente, revelando uma crise de confiança.

Este déficit de confiança foi agravado pela percepção de que o regime cambial e monetário gerava endogenamente um déficit externo agora considerado excessivo – 4.4% do PIB em 1998 –, um déficit público nominal insustentável – 7.9% do PIB –, e um enorme crescimento da massa de ativos financeiros domésticos, inflados pela taxa interna de juros e dotados da característica de quase-moedas<sup>23</sup>.

Quanto ao déficit público os dados mostram que o explosivo crescimento em 1998 decorreu exclusivamente da conta de juros pagos para sustentar a estabilidade do real e a continuidade da política econômica<sup>24</sup>.

Com a crise russa o Brasil perdeu US\$29 bilhões entre agosto e novembro de 1998. A queda é interrompida com a entrada da primeira parcela do acordo de financiamento com o FMI em dezembro. O acordo destinado a aportar recursos<sup>25</sup> (no total de US\$41.5 bilhões, com parcelas do FMI, BID, BIRD e bancos centrais coordenados pelo BIS e desembolsados ao longo de 1999, sendo cerca de US\$ 9 bilhões imediatos) para assegurar a estabilidade do real não deteve a onda de desconfiança na moeda. Entre dezembro/98 e março de 1999 a fuga de capitais atingiu US\$16.4 bilhões, o que totalizou um valor de US\$45.4 bilhões que deixou o país ante a iminente queda do *Real*<sup>26</sup>.

A insistência em manter a taxa de câmbio sobrevalorizada, mesmo diante da certeza contrária que ia dominando o “mercado”, encontra uma primeira explicação no fator político. Em outubro de 1998 ocorreriam as

---

<sup>22</sup> Este foi o caso do preço dos títulos da dívida externa brasileira negociada, os C-Bonds, que só voltaram a recuperar-se depois da superação da crise brasileira em meados de 1999.

<sup>23</sup> O total de meios de pagamentos no conceito amplo de M4 passou de 33.4% em 1994 para 50.9% em 1998.

<sup>24</sup> Em 1997 os pagamentos com juros reais correspondiam a 3.4% do PIB e em 1998 a 7.4%. Neste último ano os juros reais representaram 100% do déficit operacional.

<sup>25</sup> Este acordo possuía uma cláusula que fixava um limite mínimo de US\$20 bilhões de reservas que o país deveria manter. O que limitava o poder de intervenção do banco central na defesa da taxa de câmbio e ampliava as chances de sucesso de um ataque especulativo.

<sup>26</sup> Diferentemente das crises anteriores a maior parte da saída de recursos se deu por conta de residentes, que se juntaram a bancos e investidores institucionais estrangeiros na corrida contra a moeda nacional.

eleições presidenciais e o presidente ainda tinha a estabilização da inflação como grande conquista de seu mandato, a qual não poderia ser colocada em risco com uma desvalorização cambial como a requerida. Diante de um quadro de crescente deterioração externa e aprofundamento dos desequilíbrios internos, o governo teve que assumir o ônus de uma mudança latente na taxa de câmbio e manter por mais um tempo a política econômica e com ela a imaginária estabilização do valor do real. O endividamento do setor privado em moeda externa pode ser considerado uma segunda razão para ter se retardado a mudança cambial.

Após essa sobrevida da política econômica não restou outra alternativa que a formulação de um imediato plano fiscal para melhorar a situação das finanças públicas, e ao mesmo tempo recorrer ao FMI para recompor parte das reservas cambiais. O plano proposto ao FMI se propunha a um forte ajuste. Com a economia em recessão, juros altos da dívida pública e continuidade da sobrevalorização cambial, estabeleceu-se como meta para 1999 a redução à metade do déficit nominal de 8% do PIB, que envolveria um ajuste de R\$28 bilhões nas contas fiscais<sup>27</sup>. O FMI por sua vez impôs uma redução no déficit em transações correntes de US\$35 bilhões em 1998 para US\$24 bilhões em 1999, que seria obtido através do crescimento de 7% das exportações e do superávit comercial de US\$3 bilhões. No entanto, não houve nenhuma imposição de ajuste da taxa de câmbio e nem variações expressivas da taxa de juros.

O acordo com o FMI recompôs parcialmente as reservas e viabilizou uma nova rodada de fuga de capitais à taxa de câmbio “subsidiada”. Mas foi só. Os mercados financeiros podem errar e freqüentemente o fazem diante de mudanças reais, as quais não podem prever corretamente, mas dificilmente deixam de acusar o que é ficção. Do ponto de vista externo, a desconfiança na moeda prosseguiu e com ela a instabilidade da sustentação da política econômica que nasce com o Real. No plano interno, a crescente incerteza dos investidores quanto às bruscas flutuações nos preços – depois da crise asiática e da Rússia –, com risco de enormes prejuízos para os detentores de títulos do governo, forçou os administradores da política monetária a aceitar progressivamente a substituição de papéis prefixados por pós-fixados.

Esta mudança de perfil da dívida pública foi feita simultaneamente à dolarização de uma fração importante da dívida pública interna. Tal expediente foi destinado a oferecer *hedge* para a parcela do setor privado que mantinha passivos denominados em dólares, o que na prática correspondeu a uma estatização parcial da dívida externa contratada no ciclo do Plano Real. Como costuma ocorrer em situações em que imperam a incerteza e a desconfiança agudas, os agentes privados passam ou tentam passar para o governo o risco de taxa de juros e o risco de uma eventual desvalorização do câmbio.

De fato, como a maior parcela do endividamento externo (60% em 1998) pertencia ao setor privado, o risco de uma desvalorização cambial é uma deterioração patrimonial do setor, com riscos de crise econômica (queda do

---

<sup>27</sup> Os aumentos dos impostos – CPMF, subindo de 0.2% para 0.38%, COFINS de 2% para 3% - contribuiriam com pouco menos da metade do ajuste; os cortes de gastos somariam R\$8.7 bilhões e R\$6.0 bilhões viriam da área da previdência, em que era previsto um aumento de contribuição dos aposentados. Isto adicionado a um esforço fiscal de estados e municípios asseguraria um superávit primário de 2.6% do PIB (2.8% no ano 2000 e 3.0% em 2001), necessário para cobrir parcela dos 6.5% estimados com a conta de juros.

consumo e investimento, derivada do efeito riqueza) e crise financeira (falências, quebras bancárias, etc.). A saída para se evitar este risco é o oferecimento de proteção por parte do governo ao setor privado, uma vez que nenhum agente ofereceria *hedge* em um momento em que todos avaliavam ser insustentável a política cambial.

A primeira forma de atender a demanda dos agentes por proteção cambial foi a venda de moeda estrangeira. O que implicou em perda de reservas com um custo extraordinário para o governo<sup>28</sup>. A segunda forma utilizada foi a venda de títulos públicos indexados às variações do dólar, como mencionado<sup>29</sup>. O governo também atuou no mercado futuro, vendendo dólares para atender à demanda do setor privado. Segundo estimativas divulgadas pela imprensa o prejuízo incorrido pelo governo com estas operações, isto é, a diferença entre o valor de venda acertado e o valor de mercado, chegou a US\$4 bilhões, o que representou um volume de *hedge* de aproximadamente US\$7.6 bilhões.

Assim grosso modo, mais de US\$70 bilhões da dívida externa do setor privado – aproximadamente 50% do total devido – estava protegida no momento da desvalorização cambial. Logo a maior parte das perdas decorrentes da desvalorização cambial concentrou-se sobre o setor público.

## 5. O Abandono do Real

O acordo com o FMI serviu para dar uma segunda sobrevida à política econômica. Este acordo estruturado em tempo relativamente curto, mobilizando montantes expressivos de diversas procedências e com metas pouco realistas, só foi possível devido ao risco – àquela altura considerado muito alto – de contágio de uma explosão do real nos mercados financeiros globalizados. O contágio foi uma característica das crises cambiais anteriores e agora ameaçava se repetir a partir de uma economia de maiores dimensões que, mantinha relações comerciais e financeiras mais estreitas com o USA. O acordo concorreu para minimizar esse risco, porque apresentou uma determinação de socorro financeiro internacional antecipado a uma crise mais do que anunciada e, porque permitiu a conclusão dos ajustes dos portfólios e/ou a formação de posições de proteção de bancos e investidores estrangeiros e nacionais ante o “risco Brasil”.

O tempo decorrido para um desfecho anunciado e os ajustes defensivos desenvolvidos por bancos e investidores diante da perspectiva de um colapso da moeda permitiram que o efeito contágio da crise fosse amortecido. A crise cambial brasileira não deixou de ter repercussões sobre outras economias, mas os impactos se deram por meio do comércio exterior, tão mais profundos quanto maior o ganho de competitividade das exportações brasileiras e da retração das importações derivadas da desvalorização do real. A longa

---

<sup>28</sup> O total de saídas foi de US\$44.5 o que equivalia a uma proporção do PIB de 7.9% do PIB. Se considerado o valor médio de R\$1.18 por dólar no período da remessa e uma cotação em 1999 de R\$1.80, o subsídio para quem remeteu dólares para fora do país foi de 52.5% por dólar remetido, o que representa um montante de R\$23.4 bilhões, ou 2.3% do PIB de 1998.

<sup>29</sup> A participação destes títulos no total da dívida pública passou de 10% em 1997 para 21% em 1998, o que representou um *hedge* de aproximadamente US\$60.5 bilhões. Considerando uma desvalorização cambial de 65% no mês de janeiro de 1999, isto custou para o Tesouro Nacional um aumento de R\$46.1 bilhões da dívida pública.

preparação para o desenlace impediu a transmissão da crise através dos canais financeiros, como foi característico dos processos de contágio no período recente. O isolamento da crise brasileira traduziu-se em custos internos maiores de ajuste ante a menor predisposição do sistema financeiro internacional e do FMI em aportar recursos para estabilizar o real após a liberalização do câmbio ocorrida em janeiro de 1999.

No final de dezembro de 1998 e início de janeiro de 1999 a fuga de capitais voltou a se acelerar. Na última semana de 1998 as perdas de reservas superavam US\$1 bilhão de dólares ao dia. Como o acordo com o FMI impunha um limite mínimo de reservas cambiais, a partir de um momento os agentes começaram a especular quando se daria a mudança cambial. Ademais, nas duas primeiras semanas de 1999 surgiram problemas políticos com os governadores de oposição recém-empossados, que demandavam a rediscussão das respectivas dívidas estaduais e os termos de pagamentos à união.

Apareceram, portanto, sinais de maiores dificuldades pelo lado fiscal que neste momento se conectavam diretamente com os ânimos do mercado financeiro e deterioravam ainda mais a situação externa. Estimulando a fuga de capitais.

A decretação da moratória unilateral da dívida por parte do estado de Minas Gerais desencadeou uma maciça saída de dólares. No entanto, criou um ambiente político adequado ao governo federal que pôde atribuir a necessidade de mudança cambial a fatores “exógenos” e não a erros de política econômica. Assim com a demissão do presidente do Banco Central, até então o principal defensor da manutenção do câmbio valorizado, abandonou-se o regime de câmbio semifixo, desvalorizou-se o câmbio em 8.9%, mas manteve-se o sistema de bandas cambiais. Porém, esta desvalorização foi considerada insuficiente pelo “mercado”, ao mesmo tempo em que o sistema de bandas anunciado não obteve credibilidade. Este episódio desencadeia uma fuga de capitais, que obrigou o Banco Central a abandonar a defesa da moeda e a permitir a livre flutuação do câmbio.

## **6. Comentários Finais: A Mudança no Regime Cambial e a Frustração das Expectativas de Ajuste**

Cabem por fim destacar algumas das heranças deixadas ou acentuadas pelo Real. Em primeiro lugar, os longos anos de manutenção da taxa de câmbio valorizada, a despeito de ter permitido a elevação de produtividade de alguns setores, determinaram uma mudança importante no perfil produtivo da indústria nacional, não só no que diz respeito à eliminação de importantes segmentos industriais, mas fundamentalmente à composição dos insumos utilizados (em particular os bens de capital) – com uma forte elevação do conteúdo importado para a execução do processo produtivo (um caso emblemático é o da indústria automobilística, mesmo após a correção decorrente da implantação do regime automotivo). Como resultado, a pauta de importações tornou-se bastante rígida em relação ao nível de atividade. A substituição de importações que ocorreu após a desvalorização cambial, embora sensível, não é capaz de garantir-se estável – uma retomada de crescimento pode novamente induzir a uma forte elevação da demanda por

importados, mesmo com a nova relação de trocas, dada a alta elasticidade renda dos principais itens da pauta de importações brasileiras.

Em segundo lugar, verificou-se uma séria incapacidade de resposta das exportações nacionais à contínua desvalorização do real desde 1999. Parte desta inação decorreu, em boa medida, da depreciação também registrada no câmbio de países concorrentes e/ou destinatários dos produtos brasileiros. Cabe salientar, além deste aspecto, o baixo dinamismo dos mercados-alvo típicos das exportações nacionais – em particular a retração do nível de atividade da economia americana e seus reflexos na economia mundial. Ademais, em boa parte do período, observou-se uma queda contínua de preços de *commodities* com peso relevante na pauta de exportações do Brasil.

Neste caso das exportações, entretanto, o ponto fundamental diz respeito à estrutura da pauta brasileira, concentrada em produtos de baixa elasticidade renda, fortemente associada a mercados estagnados (com taxas de crescimento bastante inferior à média mundial). Poucos exportáveis nacionais direcionavam-se a mercados dinâmicos, como ocorre com as aeronaves – cujas vendas externas resumem-se a uma única empresa e, sobretudo, determinam uma forte demanda por importações associadas, dado o alto conteúdo de insumos importados requeridos em seu processo produtivo.

Não é por acaso, portanto, que a substancial retração do déficit balanço de transações correntes verificada após 1998 resultou, fundamentalmente, do encolhimento das importações relatado acima. Assim a lenta recuperação dos superávits comerciais em 2000 relaciona-se tanto à composição da pauta de exportações quanto ao crescimento pró-cíclico das importações. A dessimetria das pautas de importação e exportação trás a sugestão de que as políticas industrial e tecnológica devam centrar-se em instrumentos que viabilizem a recuperação de oportunidades perdidas nas exportações mundiais e a inserção brasileira em segmentos mais dinâmicos do comércio internacional; ver Miranda (2001).

Desta forma, pode-se perceber que a situação continuou frágil no que se refere a uma possível retomada do crescimento econômico – que resultaria em rápida expansão das importações o que, somada ao envio de rendas ao exterior<sup>30</sup>, levaria o déficit de conta corrente novamente a patamares muito elevados.

Em terceiro lugar, do ponto de vista da conta de capitais, observou-se um elevado nível de comprometimento externo dos agentes econômicos nacionais, implicando em uma necessidade crescente de refinanciamento de amortizações (além do já mencionado incremento do envio de rendas ao exterior). A explicação para este comportamento está inserida no próprio contexto de implementação do Plano Real, a partir da criação de mecanismos que induziam os agentes econômicos ao endividamento em moeda estrangeira – não apenas pelo grande diferencial de taxa de juros interna/externa, mas pelas facilidades criadas para a tomada de recursos no exterior.

A política adotada revestia-se de racionalidade em uma situação de oferta substancial de recursos aos países emergentes, de forma que eram

---

<sup>30</sup> Como visto anteriormente, a forte elevação dos níveis de endividamento externo da economia brasileira, acrescido da massiva entrada de investimento estrangeiro direto, mormente na figura de mudança na composição patrimonial de empresas nacionais (privadas e, sobretudo, estatais), determinou um aumento significativo das remunerações enviadas ao exterior, sobrecarregando o balanço de transações correntes.



particularmente fáceis o financiamento externo e o refinanciamento das amortizações vincendas. Com a forte retração da oferta destes recursos, especialmente em decorrência da deflação de ativos que se seguiu às crises financeiras da segunda metade dos 90 e à recessão americana, a capacidade de rolagem da dívida nos vencimentos de amortizações tornou-se muito mais difícil – o que provocou uma mudança radical no comportamento dos agentes, representada pela busca desenfreada por posições de *hedge*. Como resultado, o câmbio assumiu uma tendência de alta contínua e, sobretudo, um comportamento altamente instável até 2002, impondo nervosismo aos devedores e uma busca de formação de reservas cada vez maiores de moeda estrangeira pelos bancos – o que ampliou ainda mais a trajetória altista da taxa cambial.

Desta forma, as condições para reverter (ou, pelo menos, amenizar) as necessidades de financiamento não seguiram as expectativas dos gestores da política econômica. Como resultado, a economia brasileira encara de forma extrema a restrição externa ao crescimento econômico, sem grandes alterações mesmo após a mudança do regime cambial e a flutuação do real, seguida de rápida e relevante depreciação. Qualquer aceleração (não necessariamente grande) do nível de atividade é capaz de promover um importante incremento das necessidades de financiamento, o que se encontra particularmente complicado no atual quadro de recessão generalizada dos países centrais e retração da liquidez internacional.

## 7. REFERÊNCIAS

- Belluzzo**, L.G.M. & **Almeida**, J.G. (2002). *Depois da Queda*. Rio de Janeiro, RJ: Civilização Brasileira.
- Castro**, A.B. & **Proença**, A. (2001). “Novas Estratégias Industriais: Sobrevida ou Inflexão?”. In Velloso, J.P.R. (Org.) “Como Vão a Desenvolvimento e a Democracia no Brasil?”. Rio de Janeiro, RJ: José Olympio.
- Castro**, A.B. (2001). “A Reestruturação Industrial Brasileira nos Anos 90. Uma Interpretação”. *Revista de Economia Política*, vol 21, no. 3 (83), p. 3-26.
- Castro**, A.B. (2002). “O Segundo Catch Up Brasileiro. Características e Limitações”. Mimeografado.
- Cerqueira**, L.F. (2002). “On Brazilian Recent Currency Crisis”. Publicado nos Anais do Seventh International Post Keynesian Conference, 2002.
- Dantas**, A. T. (1998). “Neoliberalismo e Globalização” - *Revista Archè*, # 20, out., p.183-194.
- Franco**, G.H.B. (1995). “O Plano Real e Outros Ensaio”. 2<sup>a</sup>. ed. Rio de Janeiro, RJ: Francisco Alves.
- Haguenaer**, L., **Markwald R.** & **Pourchet**, H. (1997). “Estimativas do valor da produção industrial e elaboração de coeficientes de exportação e importação para a indústria brasileira (1985/96)”.— Rio de Janeiro: FUNCEX, out. 1997. mimeo. Versão Preliminar.

**Miranda, J. C.** (2000). “Abertura Comercial, Reestruturação Industrial e Exportações Brasileiras na Década de 1990”.- Rio de Janeiro: IPEA, out. 2001 (Texto para Discussão, no. 829);

**Moreira, M. M. & Correa, P. G.** (1996). “Abertura comercial e indústria: o que se pode esperar e que se vem obtendo”. Rio de Janeiro: BNDES, out. 1996. (Texto para Discussão, no. 49)

**Serrano, F.** (1988). “Tequila ou Tortilla? Notas sobre a Economia Brasileira nos Anos 90”, Archetypon, ano 6, n 18 set/dez 1998.

**Vasconcellos, M.A.S. et alli.** (2002). “Economia Brasileira Contemporânea”. 4<sup>a</sup>. ed. São Paulo: Atlas.