

UMA REVISÃO DA MACROECONOMIA BRASILEIRA DOS ANOS 90: O MIX DA POLÍTICA FISCAL, MONETÁRIA E CAMBIAL

JAICY FIDELIS IAHN¹:
FABRÍCIO JOSE MISSIO²

Resumo: O presente trabalho tem por objetivo mostrar que o controle do processo inflacionário ao longo da década de 90 foi alcançado, em grande parte, pelo uso extensivo das políticas fiscal, monetária e cambial. Destaca-se, no entanto, que cada uma dessas políticas teve uma importância relativa “mais” significativa em determinados períodos específicos da década, como a política cambial no início do plano real e a política monetária nos anos recentes. Nesse sentido, é possível observar que apesar do brilhantismo e do sucesso incontestável do Plano Real no que tange ao combate do processo inflacionário, o mesmo acarretou graves problemas estruturais à economia brasileira que acabaram culminando na crise de 1999.

Palavras chaves: Plano Real, Política Econômica e Metas de Inflação.

Abstract: the present work has for objective to show that the control of the inflationary process throughout the decade of 90 was reached, to a large extent, for the extensive use of the policies fiscal, monetary and cambial. It is distinguished, however, that each one of these politics had significant a relative importance “more” in determined specific periods of the decade, as the cambial politics in the beginning of the Real Plan and the monetary politics in the recent years. In this direction, it is possible to observe that although the bright and of the undisputed success of the Real Plan in what it refers to the combat of the inflationary process, the same caused serious structural problems to the Brazilian economy that had finished culminating in the 1999 crisis.

Key Words: Real Plan, Political Economic and Inflation Targeting.

JEL Classification: E30, E31, E65, E68.

Recebido em 23/08/2007. .Liberado para publicação em 10/11/2008

¹ Economista, funcionária do Banco do Brasil. E-mail: jfiahn@universia.com.br

² Mestre em Economia (UFPR), Professor e Coordenador do Curso de Economia da Universidade Estadual de Mato Grosso do Sul. E-mail: FabrícioMissio@gmail.com

1 Introdução

A aceleração da inflação brasileira que se estendeu pela década de 1980 e início da década de 1990 (do século passado) foi um dos maiores processos inflacionários já registrados na economia mundial, juntamente com o de países como Hungria, Polônia, Alemanha e Áustria, entre outros. Destaca-se que durante todo este período seguidas tentativas constituídas nos diversos planos de estabilização foram implementados a fim de controlar o processo inflacionário sendo, no entanto, somente a última delas, o Plano Real, bem sucedido no que concerne a este objetivo.

O plano Real colocado em execução a partir de meados da década de 1990 teve, entre outras características, o brilhantismo de reduzir a espiral inflacionária por meio da criação de um indexador, a Unidade Real de Valor (URV), e também, pela articulação das políticas macroeconômicas que juntamente com a conjuntura internacional favorável criaram, em um primeiro momento, as condições propícias para a execução do Plano e, em um segundo momento, garantiram a sua sustentação pelo menos no que tange aos primeiros meses de sua vigência.

Nesse sentido, a fim de analisar a influência das políticas macroeconômicas sobre o controle do processo inflacionário brasileiro a partir dos anos 1990 busca-se, seguindo a literatura corrente, fazer uma divisão temporal quanto à ênfase e à função destas políticas ao longo de todo o período. Desta forma, são caracterizadas três fases distintas: a primeira, na qual se destaca o esforço no âmbito da *política fiscal* no intento de promover um ajuste orçamentário do governo; a segunda, através da implementação da nova unidade monetária, o Real, na qual as *políticas cambial e monetária* tornam-se os principais instrumentos de política econômica para alcançar o objetivo de, respectivamente, combater a inflação e equilibrar o setor externo; e, uma terceira fase, onde se observa um novo *mix* dessas (últimas) políticas, em que as funções agora se invertem de tal forma que, a política monetária, através do regime de metas de inflação, passa a ser a responsável pelo controle do nível de preços.

A análise de cada uma dessas fases permite que se entendam quais eram os mecanismos de política econômica e quais foram os principais resultados alcançados em cada período, bem como, fornece uma visão geral do comportamento econômico brasileiro na década de 1990. Portanto, a fim de atender esses objetivos, o presente trabalho encontra-se dividido em quatro seções, além desta introdução e das considerações finais. A seção 2 mostra a conjuntura macroeconômica na (primeira) fase de preparação para a implementação da reforma monetária destacando, em especial, o ajuste fiscal

que vigorou no período; a terceira seção apresenta a segunda fase do plano real, em que a política cambial é o principal instrumento utilizado para o controle do processo inflacionário; e, a quarta seção apresenta a terceira fase, onde a ênfase recai sobre a política monetária no que compete ao controle do nível de preços que, após a desvalorização cambial, passa a ser efetuado via regime de metas de inflação.

2 Primeira fase: da abertura econômica ao ajuste fiscal

O Brasil e, conseqüentemente, os demais países em desenvolvimento, iniciaram a década de 1990 num contexto de mudanças impostas pela agenda neoliberal e num cenário internacional de mudança no paradigma tecnológico. Nesse paradigma, a ciência e a técnica passam a ser os componentes determinantes principais do crescimento econômico, bem como, as sociedades (e o mundo econômico) passam a ser caracterizadas pelo rápido processamento das informações, pelo alto nível de conhecimento, pelas largas escalas de produção e pela “internacionalização do capital”, que são características da nova dinâmica que passam a definir o cenário econômico internacional.³

Nesse contexto, os países da América Latina (inclusive o Brasil) esforçaram-se para seguir esta tendência na medida em que adotaram estratégias e planos de estabilização inspirados neste ideário. Logo, a “cartilha” neoliberal, que caracteriza estas mudanças e que pode ser basicamente representada pelas propostas do chamado Consenso de Washington⁴, passa a modular os planos econômicos adotados pelos países em desenvolvimento, em especial, os da América Latina. Segundo Williamson (1992) estas políticas baseavam-se, em síntese, nos seguintes critérios:

- a) Disciplina fiscal – política de déficits orçamentários reduzidos, condizentes com a inclusão Governos Estaduais, Empresas Estatais e Banco Central, para que não se necessite recorrer ao imposto inflacionário, ao mesmo tempo que uma política de manutenção de superávit primário associado a um déficit operacional de não mais de 2% do PIB;

³ Para mais detalhes ver Mercadante (1998, pág. 131-167). Considerações sobre estas mudanças, sua importância e suas características no Brasil podem ser encontrados em Franco (1996).

⁴ Em novembro de 1989, o *Institute for International Economics* em Washington realizou uma conferência para discutir as políticas de ajuste econômico adotadas pela América Latina. Neste evento um trabalho apresentado por John Williamson acabou por cunhar a expressão “Consenso de Washington”, para expressar um conjunto de pontos de política econômica, representando as conclusões da conferência, que deveriam ser adotados pelos países da América Latina.

- b)** Prioridades no gasto público – o gasto deve ser redirecionado de áreas politicamente sensíveis como administração e subsídios, para áreas com alto retorno econômico e de bem estar social, como saúde preventiva, educação básica e infra-estrutura;
- c)** Reforma tarifária – política de ampliação da base tarifária e de redução dos percentuais marginais das taxas. O objetivo é precisar os incentivos concedidos e melhorar a equidade horizontal, sem diminuir a progressividade alcançada, melhorando também a administração das referidas taxas;
- d)** Liberalização financeira – o objetivo da liberalização financeira é, dentre outros, a determinação das taxas de juros pelo mercado. No entanto, a evidência empírica mostrou que estas podem ser tão altas a ponto de comprometer a solvência de empresas. Neste caso, o objetivo sensato é a abolição de taxas de juros que privilegiem alguns, a partir do alcance de uma taxa de juros real positiva moderada;
- e)** Taxas de câmbio – países precisam unificar taxas de câmbio a um nível competitivo, de tal forma a induzir o crescimento rápido das exportações;
- f)** Liberalização comercial – substituição de quotas por tarifas de importação, recomendando-se uma tarifa de 10 ou, no máximo, 20%;
- g)** Investimento Direto Externo – abolição de barreiras impedindo a entrada de firmas estrangeiras;
- h)** Privatização de empresas estatais;
- i)** Desregulamentação de mercados;
- j)** Direitos de propriedade devem ser garantidos na forma da lei;

Em síntese, essas propostas recomendadas na “cartilha” expressariam o “consenso” dos principais organismos multilaterais acerca do curso de ação mais apropriado aos países denominados “em desenvolvimento”. Como pode ser observado, o conteúdo deste modelo resume-se no ajuste macroeconômico, na orientação externa e na liberação do mercado interno. Entretanto, cabe ressaltar que inúmeras críticas se estabeleceram em relação à adoção dessas políticas chamadas de neoliberais, destacando-se em primeiro lugar o questionamento quanto à idéia de que existiria um “caminho único” do desenvolvimento, reduzindo a importância das especificidades dos processos nacionais; e, em segundo lugar, a crítica à concepção de que o simples cumprimento da supracitada agenda representaria uma condição suficiente para a retomada do crescimento.

Em termos de Brasil, é somente no governo Collor que efetivamente as políticas neoliberais são iniciadas, colocando em xeque o ciclo de desenvolvimento econômico anterior. Segundo Mercadante (1998, pág. 132):

Um ciclo que do ponto de vista econômico foi marcado por uma longa estagnação, acompanhada de taxas de inflação altas, crise cambial pressionada pelo endividamento externo e esgotamento do modelo de desenvolvimento inspirado nas substituições de importações.

Na gestão de Fernando Collor de Mello dois planos de estabilização foram apresentados, os Planos Collor I e II. Ambos continham um cunho teórico heterodoxo e partes da (nova) ideologia neoliberal, uma vez que se baseavam no estabelecimento de medidas, tais como: criação de uma nova unidade monetária (o Cruzeiro), o congelamento de preços, a pré-fixação de salários, a adoção de tablitas, o aumento de impostos, o bloqueio de ativos financeiros, o corte de gastos públicos, o processo de abertura comercial e o início do processo de desestatização (Lanzana, 2001). Como resultado inicial o país sofreu um processo recessivo com acentuada queda do produto e elevação da inflação. Entretanto, passado o período de reestruturação interna derivado em grande parte da abertura comercial, os setores econômicos começaram a dar sinais de recuperação.

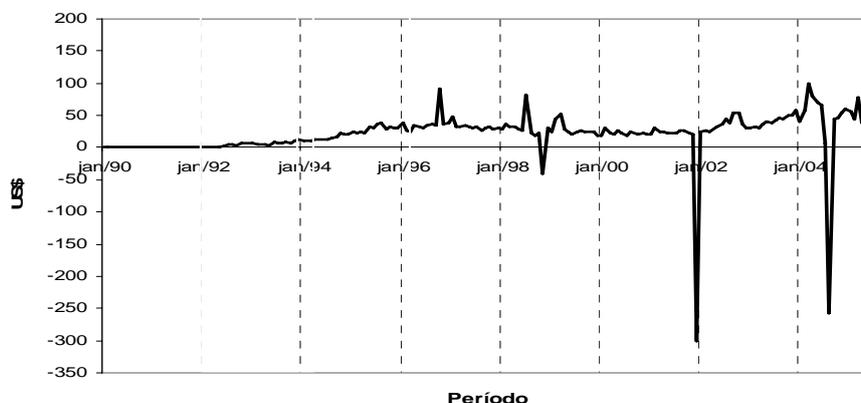
Segue-se que a desastrosa experiência deste governo relacionada aos escândalos de corrupção, acaba por deixar incompleta a agenda neoliberal iniciada. Desta maneira, é a partir do governo Itamar Franco, mais especificamente, na gestão de Fernando Henrique Cardoso no Ministério da Fazenda, em 1993, que o país se insere definitivamente na ideologia neoliberal. Segundo Ferrari Filho (2002), neste momento, a economia brasileira encontrava-se aberta, com mercados financeiros desregulamentados e em franco processo de privatizações.

O cenário internacional em que o país se encontrava foi um fator determinante para viabilizar a estratégia de estabilização adotada por esse governo. Vale lembrar que a década de 1990 - precedida de uma crise da dívida externa⁵ - é caracterizada pela liberalização financeira e por alta liquidez internacional. É, portanto, neste contexto que o Brasil volta a ser receptor de capitais estrangeiros mesmo antes de alcançar a estabilização⁶ (ver área sombreada no gráfico 1), juntamente com um processo de acumulo de reservas internacionais, iniciado em meados de 1992, que configurará posteriormente requisito de fundamental importância para a execução do Plano Real.

⁵ Segundo Tavares (1997), estas foram crises de liquidez, provocadas por uma valorização excessiva do dólar. Esta crise culminou na moratória da dívida externa brasileira em 1988. Veja também Tavares e Belluzzo in: Bielchowsky e Mussi (2002).

⁶ Estes recursos teriam sido atraídos fundamentalmente pela arbitragem de juros, que no país eram atrativos e continuariam sendo durante a década. Aqui é importante enfatizar que esta característica foi uma das principais diferenças entre os planos de estabilização anteriores e o Plano Real, que sustentaria a valorização cambial dos primeiros anos através destes recursos internacionais.

Gráfico 1: Conta de capital (líquido) – (1990 – 2004) US\$ milhões



Fonte: BACEN – SGS/DEPEC/2006

Neste período, pré - plano Real, foram crescentes as manifestações teóricas pela busca de uma estratégia que combatesse a aceleração da inflação. Descartada a hipótese de políticas heterodoxas que, em um passado recente, se mostraram ineficazes e de grande sacrifício, as estratégias de estabilização voltaram-se, portanto, para um conservadorismo de alto teor ortodoxo, representado basicamente por contenção fiscal e restrição monetária.

A partir da posse de Fernando Henrique Cardoso no Ministério da Fazenda, em maio de 1993, passa-se a delinear uma nova tentativa de estabilização⁷. Diante de pressões internas exigindo uma estratégia efetiva de ação contra o processo inflacionário e diante das pressões externas de fortalecimento da credibilidade do país frente aos organismos de financiamento internacional, principalmente ao Fundo Monetário Internacional, a equipe econômica apresentou um pacote de medidas de contenção fiscal, preparando os pré-requisitos para a adoção da nova estratégia.

Logo, é a partir de 1993 que a economia passa efetivamente por uma fase de preparação para o novo plano de estabilização subsequente que se delineava. Para Bacha (1998), neste período a equipe econômica decidiu então adotar uma política

⁷ Somente em meados dos anos de 1992 e 1993 que novamente é pensada a proposta da moeda indexada como mecanismo de combate a inflação, que foi o arcabouço teórico que delineou a estratégia a ser adotada quando da execução e implementação do Plano Real. É, portanto, sob arcabouço teórico do “Larida” que é estruturado o Plano Real. Além de André Lara Resende e Pérsio Arida, Edmar Bacha, Gustavo Franco, e mais tarde Chico Lopes, todos integrantes da equipe econômica do Ministro Fernando Henrique Cardoso, contribuíram para a nova proposta de estabilização.

bastante conservadora e apresentou o Programa de Ação Imediata (PAI)⁸, com ênfase total no ajuste das contas do setor público, uma vez que estes desequilíbrios eram identificados como a causa fundamental da inflação no Brasil.

O PAI propunha uma recuperação das finanças públicas não apenas como questão de equilíbrio entre gastos e receitas. A proposta envolvia uma ampla reorganização do setor público e de suas relações com a economia privada. O PAI baseou-se em seis ações ou metas chaves, a saber:

- a) Corte e Maior Eficiência de Gastos Públicos - tais medidas se dariam através da adequação do orçamento de 1994 a receita do país através do corte de 6 bilhões de dólares das despesas dos ministérios, da limitação dos gastos com funcionalismo público e, também, da limitação da participação da União nas suas responsabilidades típicas.
- b) Recuperação da Receita Tributária - propunha-se uma reforma no sistema fiscal e tributário, tendo como uma de suas primeiras ações a busca pela aprovação da lei de regulamentação do IPMF (Imposto Provisório sobre Movimentações Financeiras), além do combate à sonegação através da mobilização da opinião pública e do uso dos instrumentos de fiscalização facultados a Receita Federal, incluindo cadastro, fiscalização, cobrança de juros e impostos suplementares dos contribuintes inadimplentes e sonegadores.
- c) Fim da Inadimplência de Estados e Municípios em Relação às Dívidas com a União - para tanto, as ações se dariam no sentido de; i) reduzir as transferências não constitucionais de recursos do orçamento federal, suspendendo novos convênios e vantagens excepcionais e retendo fundos participativos dos inadimplentes; ii) regularizar os pagamentos da dívida vencida para com a União através da conclusão da negociação de rolagem da dívida dos Estados e Municípios, com a execução de garantias contratuais; e, iii) impedindo o retorno de Estados e Municípios ao endividamento insolúvel, suspendendo a contratação de novas operações de crédito pelos inadimplentes e suspendendo o aval concedido ao Tesouro para a contratação de crédito externo.
- d) Controle e Rígida Fiscalização dos Bancos Estaduais - o Banco Central atuaria através das funções de executar, prevenir ou intervir, na atuação dos bancos estaduais com o objetivo de, entre outros: i) aplicar a Lei do Colarinho Branco, punindo com dois a seis anos de reclusão o administrador de

⁸ Para Mercadante (1998, pág. 143): “A linha clássica de argumentação (do PAI) era a necessidade de ajustar os gastos públicos financiados com o imposto inflacionário, em especial o orçamento que era administrado a partir do processo inflacionário”. Segundo Lanzana (2001, pág. 49), o imposto inflacionário “recai sobre os detentores de moeda, em períodos de inflação elevada, uma vez que o poder de compra da moeda está sendo corroído pela inflação, impondo uma perda (real) ao proprietário da moeda, como se o mesmo estivesse pagando um imposto”.

instituição financeira que conceder empréstimo a seu acionista controlador ou empresa por ele controlada; ii) impedindo os bancos estaduais de emprestar aos respectivos Estados ou a suas empresas; e, iii) proibindo a concessão de ajuda financeira por parte do Banco Central ou do Tesouro Nacional para atender programas de saneamento de bancos estaduais.

- e) Saneamento dos Bancos Federais - as providências seriam também no sentido da aplicação da Lei do Colarinho Branco para os administradores dos bancos federais; na afirmação da vocação agrícola do Banco do Brasil, definindo fontes autônomas de financiamento e de atuação; e no possível fechamento de agências desnecessárias.
- f) Privatização - considerando um enorme ônus gerado por algumas empresas públicas ao Estado, as quais, conforme avaliação apenas estariam servindo a interesses de determinadas corporações, grupos políticos e econômicos particulares, seriam tomadas medidas no sentido de redirecionar os investimentos governamentais a áreas específicas, como: programas sociais, infra-estrutura, desenvolvimento tecnológico e de estabilização econômica. Os recursos para a realização desses investimentos viriam da conclusão do processo de privatização de empresas dos setores siderúrgico, petroquímico e de fertilizantes; da privatização do setor elétrico e do setor de transporte ferroviário; e da ampliação da possibilidade de participação do capital estrangeiro nas privatizações, além de uma série de ações específicas que seriam adotadas.

Evidencia-se, portanto, a preocupação em ajustar os fundamentos fiscais do país, buscando criar as condições necessárias para uma nova estratégia de estabilização. Na verdade, tentava-se organizar as bases do Estado para então partir ao objetivo principal de combater a inflação, a qual era considerada consequência dos desequilíbrios orçamentários do governo e da indexação generalizada. A inflação neste período representava um grande entrave ao crescimento, pois alcançava as maiores taxas desde que se passou a estimar o nível de preços no Brasil (ver tabela 1).

Tabela 1: Taxas de Inflação (IGP-DI % ao ano) e taxas de crescimento no Brasil

Anos	Inflação	PIB	Anos	Inflação	PIB
1990	1.476,6	-4,35	1995	14,8	4,22
1991	480,2	1,03	1996	9,3	2,66
1992	1.158,0	-0,54	1997	7,5	3,27
1993	2.708,6	4,92	1998	1,7	0,13
1994	1.093,8	5,85	1999	20,0	0,79

Fonte: Adaptado de Fundação Getúlio Vargas e IPEA (setembro/ 2005)

Em continuidade às medidas de ajuste fiscal iniciado no início do ano de 1993 com o PAI, em dezembro deste mesmo ano busca-se assegurar a estabilidade duradoura dos preços anunciando-se o Plano Real, que em síntese, propunha uma mudança nos regimes fiscal e monetário. Diferentemente do “Larida” dos anos 80, que foi pensado para uma dinâmica inflacionária de inércia pura e para uma economia praticamente fechada, o novo plano enfrentaria também o componente expectacional da inflação, criado pelas inúmeras tentativas fracassadas de estabilização, pelo congelamento de preços e pela influência das flutuações cambiais, uma vez que a economia brasileira passava por um rápido processo de abertura comercial, segundo as diretrizes neoliberais (Prado, 2005). Assim, o Plano Real, além de eliminar a inflação, deveria prever mecanismos de política monetária e cambial que mantivessem a inflação em baixos níveis pós-plano.

Segundo Bacha (1998) e Ferrari Filho (2002), a política antiinflacionária foi implementada em três etapas sequenciais: na primeira, buscou-se o ajuste fiscal de curto prazo; em seguida, objetivou-se o ajustamento dos preços relativos; e, por fim, realizou-se a reforma monetária com a introdução da nova moeda, o *Real*.

A respeito do primeiro estágio, Baer (2002, pág 221) conclui que:

As principais medidas do ajuste fiscal consistiam em: (1) um aumento coletivo dos impostos de 5%; (2) criação do Fundo Social de Emergência (FSE) que recebeu 15% de toda receita fiscal e deveria ajudar a realizar o

ajuste fiscal temporário⁹; (3) cortes nos gastos com investimentos públicos, pessoal e empresas estatais de cerca de US\$7 bilhões.

O ajuste fiscal de curto prazo estava ancorado basicamente na aprovação do Fundo Social de Emergência, que seria constituído a partir da desvinculação de 15% dos principais impostos e contribuições, mais uma sobre - taxa de 5% sobre estes, e ainda pela desvinculação do IPMF. Em adição a estas, outras providências foram adotadas como a continuação do processo de privatização, a re-estimativa da arrecadação de vários tributos, a redução de gastos em custeio dos Poderes Legislativo e Judiciário, juntamente com inúmeras medidas de esforço de arrecadação dos tributos obrigatórios.

Com o referido Fundo as autoridades monetárias entendiam que o equilíbrio das contas públicas seria alcançado eliminando-se o déficit público. De fato, como era de se esperar, as medidas fiscais contracionistas surtiram efeito: em junho de 1994, mês imediatamente anterior à implantação da reforma monetária, a relação superávit fiscal primário/PIB era de 2,6%, bem como, o déficit nominal do setor público – somatório dos resultados primário e operacional da União e dos Estados e Municípios e das empresas estatais – encontrava-se, finalmente, equilibrado.

Entretanto, o esforço fiscal não bastava para alcançar a estabilização no curto prazo. Em um país castigado pela inflação reproduzida e postergada diariamente pelo processo de indexação, eram necessárias medidas monetárias que revertissem à deterioração da moeda nacional. Assim, a segunda fase do Plano Real atuaria justamente neste sentido, tendo como base os desenvolvimentos da teoria da inflação inercial. Iniciada em fevereiro de 1994, esta foi uma fase preparatória para a eliminação da indexação à medida que, através de um mecanismo teoricamente criativo, a economia foi conduzida a um estado de indexação plena, para posteriormente se eliminar o indexador e substituir a moeda.

3 Segunda fase: a nova unidade monetária

Em primeiro de março de 1994 é integrada ao Sistema Monetário Nacional uma unidade de conta estável, denominada Unidade Real de Valor (URV), para servir exclusivamente como padrão de valor monetário sendo mantida pelo Banco Central em paridade com relação ao dólar americano. Resumindo a atuação da URV, no período de quatro meses, os salários e a maioria dos preços foram convertidos

⁹ O fundo era apenas uma medida temporária. Reformas constitucionais eram previstas, para que ajuste fiscal se desse no longo prazo. Entretanto, conforme nota de Giambiagi e Rigolon (1999, p. 10), “É importante ressaltar que a primeira etapa do Plano Real foi cumprida apenas parcialmente. Em 1994 houve equilíbrio operacional do setor público (inclui pagamento de juros corrigidos pela inflação), mas entre 1995 e 1998 foram observados déficits operacionais”.

nesta nova unidade de conta, cujo valor em cruzeiros reais em 1º de março de 1994 equivalia a CR\$ 647,50 (a antiga moeda), sendo este valor reajustado diariamente com base na variação de três índices de inflação, a saber: o IPCA-E do IBGE, o IGP-M da FGV e o IPC da FIPE¹⁰ (Giambiagi e Rigolon, 1999). De imediato foram convertidos em URV os salários e os benefícios previdenciários utilizando, para tanto, à média do último quadrimestre. Para os contratos não financeiros foi facultada a livre conversão à nova unidade de conta (que seria incentivada dado a correção diária do valor da URV) sendo que, para os contratos financeiros, a conversão respeitaria novas regulamentações a serem expedidas pelos conselhos normatizadores¹¹.

A indexação diária da economia (tendo a URV como indexador) praticamente eliminava a inércia inflacionária derivada das correções dos valores dos contratos e permitia a redução súbita da inflação, sem custos recessivos, no momento em que a unidade de conta fosse transformada na nova moeda. Conforme Bresser Pereira *apud* Sicsú (1996), a inflação causada pela defasagem dos reajustes dos preços via indexação seria corrigida pela URV, sendo que sua correção diária sincronizaria os aumentos dos preços possibilitando, dessa forma, a reforma monetária. Em síntese, buscava-se eliminar o componente inercial da inflação através do mecanismo de indexação (ou desindexação), assim como, buscava-se eliminar seu componente estrutural através do ajuste fiscal.

A despeito de o ajuste fiscal ainda não estar concluído e a conversão de todos os preços em URV não estar realizada¹², em junho de 1994 é implementado o terceiro estágio do Plano Real, no qual concluiu-se a reforma monetária através da introdução da nova moeda e da extinção do indexador. A terceira etapa do Plano Real concedeu poder liberatório a URV. Em outras palavras, representou a reforma monetária propriamente dita com a substituição do Cruzeiro Real pelo Real como meio de troca, unidade de conta e reserva de valor. A nova moeda de curso legal foi

¹⁰ Para mais detalhes sobre os indicadores de inflação utilizados para a correção da URV, ver Lanzana (2001).

¹¹ Sobre este estágio Ferrari Filho (2002) ressalta que “o êxito desta etapa do Plano Real deveu-se ao fato de que a desindexação de economia respeitou, ao contrário dos planos de estabilização anteriores, os mecanismos contratuais de mercado, evitando intervenções, tais como congelamento de preços, utilização de “tablitas” e confisco de ativos financeiros”.

¹² Segundo Bacha (1998), existem dois argumentos a respeito do período de duração da URV. O primeiro, defendido por economistas influentes, afirmava que, por haver sido feita a conversão dos salários pela média, o período de duração de vigência da URV poderia ser reduzido. Tal argumento também pode ser analisado pela preocupação política de contentar inicialmente os assalariados pela correção mensal dos salários, mas descontentar posteriormente pela corrosão ocasionada pela indexação plena. Outro argumento, porém, defendia a extensão do período da URV, devido à estabilização e ajuste fiscal incompletos. Para Tavares (1998), a seqüência do plano foi alterada em função de divergências da equipe econômica e de exigências do calendário eleitoral.

cotada a CR\$ 2.750,00, último valor de referência da URV, mantida a paridade com o dólar (Ferrari Filho; 2002).

A nova moeda, o Real, seria emitida com lastro das reservas internacionais e do patrimônio da União. A emissão inicial correspondeu integralmente à base monetária em Cruzeiros Reais, ou seja, no montante do papel moeda em poder do público mais as reservas bancárias ficando garantida, desta forma, a conversibilidade e a estabilidade da nova moeda nacional. Neste sentido, os preços definidos em URV agora eram cotados, no mesmo montante, em Reais, determinado uma queda acentuada da inflação a partir de então, graças à desindexação da economia (ver tabela 1).

Portanto, a partir deste período, o Brasil passa a viver uma nova dinâmica macroeconômica, em que as políticas cambial e monetária passam a assumir funções primordiais no sentido de garantir as condições necessárias à sustentação do plano.

3.1 Âncora Cambial e Restrições do Balanço de Pagamentos

O sucesso inicial do Real, no que tange ao controle da inflação, foi inegável. Através da quebra dos mecanismos de indexação, o plano alcançou seu primeiro e principal objetivo, a estabilização dos preços, determinando a queda imediata e acentuada da inflação brasileira. Nesta perspectiva, a partir do ano de 1994, a taxa de inflação reduziu-se drasticamente chegando à casa de dois dígitos já em 1995. Mas, a consolidação desta estabilidade e a retomada do crescimento dependiam da eliminação de outros gargalos, quais sejam, do déficit orçamentário e do balanço de pagamentos e do estabelecimento de um mecanismo seguro para a fixação de preços que não fosse influenciado pela indexação remanescente (Giambiagi e Rigolon, 1999).

Nesse sentido, a partir da reforma monetária que introduziu a nova moeda, a política econômica mostrou-se baseada em duas âncoras: cambial e monetária. A primeira delas faria o papel de estabilizar os preços internos e a âncora monetária funcionaria no sentido de conter o ímpeto da economia no curto prazo, principalmente, no que se refere à expansão do consumo ocasionada pela redução acentuada da inflação.

A política cambial determinou neste período o câmbio como âncora nominal para a fixação dos preços. De maneira simplificada, pode-se entender que o câmbio controlado e sobrevalorizado traduzia-se na queda dos preços das importações, o que por sua vez, forçava os preços internos a diminuir dado a concorrência externa garantindo, dessa forma, a estabilidade ou mesmo a queda do nível de preços.

A partir de tal conjuntura, a economia brasileira é submetida a regimes de bandas cambiais¹³. Inicialmente, a partir da reforma monetária, em junho de 1994, adotou-se uma banda cambial assimétrica, uma vez que apenas o limite superior desta era oficialmente fixa, em paridade com o dólar, $R\$1 = US\1 . Em um *paper* intitulado “A nova política cambial” e distribuído apenas internamente pela equipe econômica do governo, Franco *apud* Prado (2005, pág. 490) esclarece que:

a opção foi pela flexibilização para baixo da taxa de câmbio, mediante a adoção de um sistema de bandas, a banda superior está fixada (...) e a banda inferior não é explicitamente definida nem fixa, havendo, todavia, o entendimento de que a taxa não deve cair a níveis insustentavelmente baixos.

Obtendo sucesso na estabilização dos preços, a valorização da moeda foi uma conseqüência lógica visto que as autoridades monetárias, neste contexto, elevaram a taxa de juros com a intenção de conter o consumo o que, conseqüentemente, acabou por atrair os capitais externos, principalmente, capitais de *portfólio*. Assim, o limite inferior do câmbio, que não era fixo, foi deslocado para algo em torno de $R\$0,85 = US\1 durante os primeiros meses de circulação da nova moeda. Neste sentido, alguns autores caracterizam esta fase da política cambial como próxima ao câmbio flutuante, devido a não intervenção governamental no mercado de câmbio. Segundo Margarido (2001), adotou-se uma política relativamente liberal, pois a taxa de câmbio não foi fixada rigidamente na proporção de um para um.

Apesar de alcançada a estabilização dos preços, a taxa de câmbio extremamente valorizada já nos primeiros dias de circulação da nova moeda trouxe como conseqüência um efeito negativo sobre o balanço de pagamentos. Com a moeda nacional valorizada, cresceram as importações e reduziram-se as exportações, provocando sucessivas situações deficitárias na balança de transações correntes, conforme pode se observar na tabela (2)¹⁴.

¹³ Este regime caracteriza-se pelo estabelecimento de limites superiores e inferiores para variações do câmbio, pressupondo-se que dentro desses limites a taxa de câmbio flutua, livremente, em torno de uma taxa de referência, entendida como a taxa de equilíbrio interno e externo da economia. Quando o governo anuncia o estabelecimento de um regime de banda cambial, ele está anunciando a disposição de sustentar os limites anunciados mediante a correção dos ‘fundamentos’. A idéia é de que os agentes vão antecipar as intervenções do governo de forma que o ajustamento ótimo de câmbio pelo mercado será muito mais suave do que o que se observaria na ausência de banda (Falcão Silva 2002).

¹⁴ Ferrari Filho (2002) destaca que, alguns críticos do Plano, como Delfim Netto, Celso Pastore e Maria da Conceição Tavares, argumentavam que o câmbio apreciado geraria um grave e insustentável problema, crise do balanço de pagamentos. É importante ressaltar que a equipe econômica do governo, em que a figura de Gustavo Franco se destacava, acreditava que a apreciação cambial era um sintoma natural do novo contexto macro vivido pelo país,

Tabela 2: Balanço de Pagamentos em US\$ bilhões

Período	Bal. Comercial	Trans. Cor.	Mov. Capitais	Invest. Ext. Liq.	Saldo
1994	10,4	-1,7	14,3	7,3	12,9
1995	-3,3	-18,0	29,3	4,7	13,5
1996	-5,6	-23,1	33,9	15,5	9,0
1997	-6,8	-30,9	25,9	20,7	-7,8
1998	-6,6	-33,6	20,7	20,5	-17,3
1999	-1,2	-24,4	12,0	30,1	-10,7
2000	-0,7	-24,7	30,4	29,6	8,1

Fonte: Banco Central do Brasil (outubro/2005)

Desta forma, a partir de outubro de 1994 inicia-se uma nova fase de política cambial, caracterizada pela preocupação das autoridades monetárias em conter a sua valorização. A partir desse período, o Banco Central passou a atuar no sentido de impedir a continuidade da desvalorização, segundo Azevedo & Portugal (2006), através de medidas como estímulo a demanda por dólares, a restrição à entrada de capitais, a redução de tarifas de importações, entre outros. Logo, a banda cambial assimétrica passara então a conter uma margem de flutuação no sentido de seu limite inferior, entre R\$ 0,83 e R\$ 0, 86, evidenciando-se um sistema de câmbio praticamente fixo, que pode ser caracterizada como uma segunda fase da política cambial pós-Real.

Entretanto, o financiamento do déficit em conta corrente gerado pela sobrevalorização acumulada, segundo Falcão Silva (2002), só poderia ocorrer através de superávits na conta de capital, ou seja, pela entrada de capitais externos sob a forma de Investimento Externo Direto (no caso Brasileiro, principalmente através das privatizações), capitais de portfólio, pela entrada de capitais de curto prazo e/ou pela ampliação da dívida externa; ou ainda, pela “queima” das reservas internacionais. Portanto, o volume de reservas internacionais era fundamental para viabilizar a estabilidade e a efetividade da âncora cambial, o que até então tinha sido sustentado em virtude do cenário internacional de alta liquidez e da conseqüente absorção de capitais estrangeiros.

qual seja, a redução da inflação, e que as restrições do balanço de pagamentos seria suplantadas pelos crescentes investimentos externos, considerando aqui o processo de privatizações além de o déficit em conta corrente ser caracterizado, dentre outros pelo aumento das importações de bens de capital.

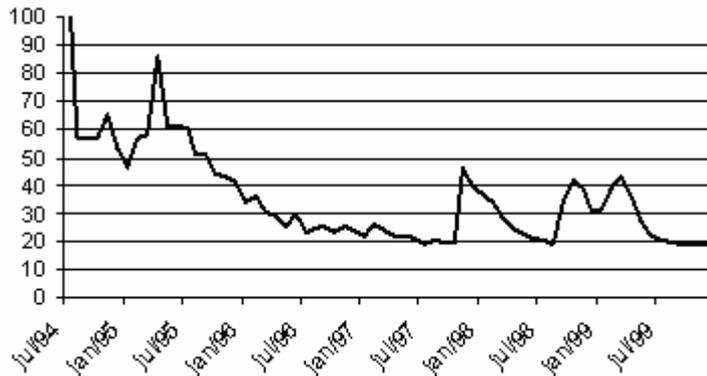
Desta forma, a política monetária, que já vinha sendo restritiva¹⁵, no intento de evitar a possível “bolha de consumo”, passou a funcionar como uma segunda âncora do Plano Real. A taxa de juros requerida para atrair os capitais externos e conter o consumo mostrou-se significativamente elevada, ficando em torno de 56,4% a.a. em dezembro de 1994. Mesmo em um contexto de certa liquidez internacional, a economia apresentava-se altamente suscetível a alterações econômicas do cenário mundial.

Neste ponto evidencia-se uma clara contradição entre políticas e seus resultados alcançados em função do objetivo principal de controle do nível de preços. A necessidade de um forte fluxo de capitais externos em razão dos desequilíbrios do Balanço de Pagamentos gerados pelo câmbio valorizado era suprida via altas taxas de juros internas. Estes capitais, por sua vez, representavam significativa expansão dos meios de pagamento que acabava por pressionar de forma ascendente o nível de preços interno. Porém, na tentativa de conter a demanda interna, elevava-se novamente a taxa de juros reforçando o fluxo de capitais externos em virtude da alta liquidez internacional de forma que se criava, assim, um ciclo vicioso em que *pesa* as sucessivas elevações na taxa de juros. O gráfico (2) apresenta os altos níveis da taxa de juros SELIC nos primeiros meses de lançamento do Plano Real.

Segundo Azevedo & Portugal (2006), a restrição monetária e a âncora cambial representavam os dois lados de uma mesma moeda, dada à necessidade de contração pelo regime de metas de câmbio. Assim, as políticas cambial e monetária se complementavam, compondo uma estratégia de estabilização eficaz, mas altamente dependente do volume disponível de reservas internacionais. Teoricamente as âncoras do Real funcionavam perfeitamente no sentido da estabilização dos preços, mas geravam um crescente risco que se associava ao comportamento “instável” da economia internacional.

¹⁵ Entenda-se como política monetária restritiva não apenas juros altos como também compulsório elevado, base monetária minimamente limitada, entre outros.

Gráfico 2: Taxa SELIC mensal anualizada (% a.a)



Fonte: BACEN/ DEMAB (2006)

3.2 Cenário Internacional e a Deterioração dos Fundamentos

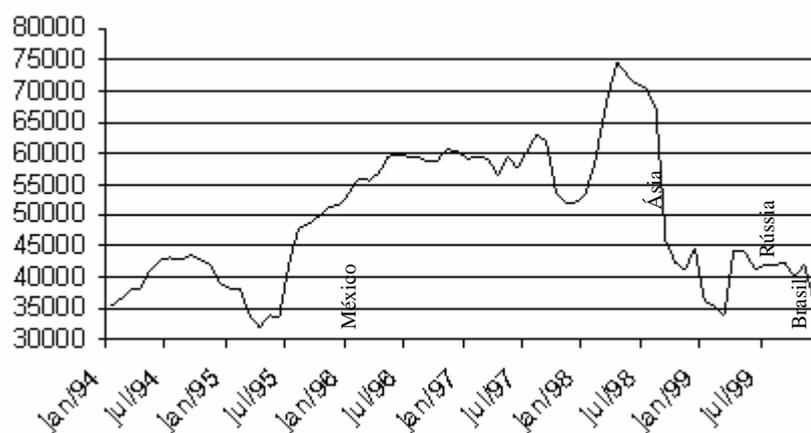
O principal problema da estratégia de política econômica adotada pelo Brasil reside no fato de que a vulnerabilidade do país diante de choques externos tende a crescer neste contexto, uma vez que a dependência em relação ao capital estrangeiro torna-se cada vez maior. Ao visualizar alguma crise internacional, o capital tende a migrar dos países em desenvolvimento para os países desenvolvidos a procura de maior segurança para os investidores.

Neste sentido, a “economia das âncoras” determinou um cenário macroeconômico de extrema vulnerabilidade externa para o Brasil. Os déficits se tornaram cada vez maiores e a capacidade de financiamento externo destes mais difíceis e exigentes. O risco de uma crise cambial era iminente, tendo em vista a alta volatilidade do capital internacional nos países “emergentes”. Logo, a sucessão de crises internacionais que acabou por deteriorar ainda mais os fundamentos da economia brasileira, foram determinantes no cenário que culminou na crise cambial brasileira em 1998/1999 (Margarido, 2001).

Assim, logo nos primeiros meses de vigência do Plano, a crise do México determinou significativa redução do fluxo de capitais externo para o Brasil. Nas palavras de Ferrari Filho (2002: p.10), “a crise mexicana de 1994/1995, sinalizou que a consequência da apreciação provocaria, cedo ou tarde, uma crise cambial no Brasil. Devido ao “Efeito Tequila”, os investimentos internacionais reduziram-se e, como resultado, as reservas cambiais diminuiriam”. Conforme observa-se no gráfico (3), durante o período em que operaram os efeitos da crise mexicana os níveis das reservas internacionais brasileiras reduziram-se drasticamente.

As autoridades monetárias, entretanto, temerosas de uma volta do processo inflacionário, não permitiram a desvalorização do câmbio, mas resolveram flexibilizar a política cambial adotando um regime caracterizado por minidesvalorizações cambiais, intrabanda, a partir de março de 1995, denominado de *crawling peg*.

Gráfico 3: Crises e Reservas internacionais total mensal – U\$ milhões



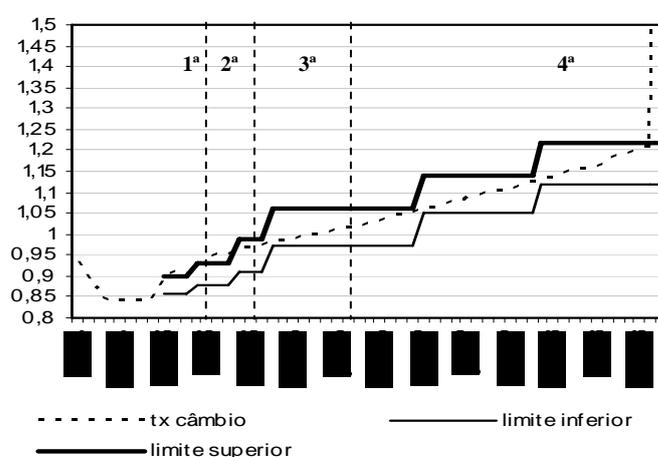
Fonte: BACEN/ DEMAB (2006)

A desvalorização promovida, em março de 1995, aproximou-se dos 5,6% com o estabelecimento formal de uma banda larga, entre 0,88 R\$/US\$ e 0,93 R\$/US\$, que serviria de referência para a flutuação. Como destacam Azevedo & Portugal (2006), na prática, com esta política iniciou-se um processo de desvalorização lento, mas continuado, através de um regime de bandas deslizantes, pelo estabelecimento de mini-bandas informais que eram corrigidas periodicamente pelo Banco Central sem um cronograma pré-determinado, de acordo com a aproximação da taxa nominal do limite superior da banda. Neste período pode-se identificar uma terceira fase da política cambial do Plano Real. Como pode ser observado no gráfico (4), ocorreram sucessivas e graduais elevações da taxa de câmbio nominal, acompanhadas da flexibilização das mini-bandas estabelecidas.

A lógica desta política encerra-se na necessidade de recursos externos para estancar os desequilíbrios do Balanço de Pagamentos, que em contexto de crise internacional têm seu fluxo reduzido em países subdesenvolvidos como o Brasil. Assim, para que os capitais voltassem ao país uma série de incentivos deveriam ser criados e, dado que a valorização do Real era evidente, havia certa margem de ação

para a política cambial trabalhar no sentido de melhorar a relação de troca para o investidor internacional no Brasil, ou seja, em outras palavras, havia espaço para a promoção de uma desvalorização da moeda nacional. Entretanto, as autoridades monetárias temiam que a desvalorização compromettesse a estabilidade de preços alcançada, a qual era mantida, em grande parte, pela sobrevalorização cambial artificial.

Gráfico 4: Política Cambial pós-Real



Fonte: Banco Central do Brasil/Sisbacen PTAX800 (2006)

Neste sentido, a fim de contrabalançar os efeitos das minidesvalorizações promovidas, e também, a fim de criar maiores atrativos para o capital externo, a política monetária fez-se altamente ortodoxa e restritiva. A taxa básica de juros apresentou marcantes elevações, sendo que, em março de 1995 a taxa básica de juros (Selic) alcançou os 65% a.a. e no auge do “efeito Tequila”, em abril de 1995, os 85,47% a.a.

Tais medidas evitaram, no momento, que a economia brasileira sofresse um ataque especulativo ou uma crise no Balanço de Pagamentos, à medida que se recuperou o nível de reservas internacionais a partir do segundo semestre de 1995. No entanto, estas medidas trouxeram algumas conseqüências negativas para a economia. Segundo Mercadante (1998, pág. 149), “a estabilidade monetária se manteve ao longo de todo o período, apesar da deterioração significativa nos fundamentos macroeconômicos, das taxas medíocres de crescimento e do elevado custo social”. Nesse sentido, os altos níveis da taxa de juros passaram a comprometer

o crédito e as decisões de investimento, promovendo a retração da atividade econômica a partir do segundo daquele ano.

Além disso, os desequilíbrios do setor público que persistiam desde antes do Real foram agravados, seguidos do alargamento da dívida pública em função do acúmulo de recursos que agora deveriam ser destinados ao pagamento de juros. Observa-se pela tabela (3) que a razão dívida/PIB brasileira inicia um processo de crescimento acentuado, (significativamente) explicado pelas altas taxas de juros praticados durante o Plano Real. Neste caso, o sistema financeiro também foi seriamente prejudicado, uma vez que as altas taxas de juros evidenciaram as fragilidades financeiras das firmas nacionais¹⁶.

Tabela 3: Razão dívida líquida total do setor público/ PIB

Período	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Razão	36,7	39,9	38,2	32,8	28,5	31,6	33,3	34,5	42,4	46,9	49,5

Fonte: Ferrari Filho (2001)

A crise cambial foi evitada, mas a taxa de câmbio ainda fortemente sobrevalorizada e a taxa de juro mantido em níveis excessivamente elevados mantiveram a economia instável e altamente vulnerável a choques externos. O saldo comercial e de serviços diminuiu rapidamente em direção ao déficit em conta corrente que, em 1995, foi de US\$ 18 bilhões, uma vez que a valorização cambial promoveu um excesso de demanda por importações, enquanto o efeito “valor” para as exportações não foi suficiente para equilibrar a balança comercial e de serviços.

Assim, na tentativa de corrigir o “desequilíbrio estrutural” das contas externas, em meados de outubro de 1995, é iniciada a quarta fase da política cambial brasileira pós-Real. Segundo Falcão Silva (2002), as mini-bandas de flutuação adotaram sistemática ascendência, em paralelo às desvalorizações do câmbio nominal, em aproximadamente 7,5% ao ano, ou 0,6% ao mês, caracterizando a chamada “banda rastejante”.

Não obstante à promoção da referida “homeopatia cambial”, o déficit em transações correntes foi extremamente grande em 1996, em torno de US\$ 23 bilhões, principalmente se comparado ao nível de reservas cambiais necessários para financiá-lo, que ficava próximo dos US\$ 60 bilhões. Portanto, a fragilidade dos

¹⁶ Neste período o Banco Central é levado a promover um programa de apoio a sistema financeiro, de socorro aos bancos privados nacionais, o PROER (Programa de Estimulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional).

fundamentos macroeconômicos brasileiros e sua elevada vulnerabilidade externa ainda eram críticas e evidentes, anunciando a eminência de uma crise cambial¹⁷.

Sob estas condições, no segundo semestre de 1997, ocorreu uma nova crise financeira internacional, agora na Ásia, caracterizada por quedas crescentes dos índices de suas bolsas de valores. Neste momento, ocorreram nítidas tentativas de especulação contra o Real, resultando numa intensa saída de capital do país, que representaram um movimento de perda de mais de 13% das reservas internacionais entre julho e dezembro de 1997, as quais fecharam o ano no montante de US\$ 52,17 bilhões. A “queima” das reservas foi imperativa para impedir a crise, bem como, as elevações drásticas da taxa de juros de 23,6% em setembro para 43% a.a. em dezembro; além do ajuste fiscal, que via aumento de impostos buscava assegurar a permanência do capital estrangeiro no país. Assim, foi retomada a confiança dos investidores estrangeiros e as reservas cambiais foram recuperadas a partir de janeiro de 1998, alcançando seus mais altos níveis desde o lançamento do Real. Entretanto, o cenário econômico do brasileiro permanecia o mesmo (Ferrari Filho, 2002).

A crise russa que ocorreu em meados de setembro de 1998 promoveu um novo efeito contágio, além de evidenciar claramente para os investidores os sérios desequilíbrios da economia brasileira. Segundo Giambiagi e Rigolon (1999; pág. 14), “o contágio das crises asiática e russa, em 1997 e 1998, encontrou o programa brasileiro com fundamentos bastante frágeis, em termos de equilíbrio orçamentário e do balanço de pagamentos”. Neste momento, as reservas cambiais não foram eficientes para estancar a pressão sobre o câmbio e para sanar os déficits crescentes, diminuindo seu saldo em aproximadamente 50% em menos de quatro meses.

A manutenção da política cambial, isto é, a inflexibilidade das autoridades monetárias em desvalorizar o câmbio, exigiu elevações cada vez maiores da taxa de juros a partir de setembro de 1998, bem como marcante restrição fiscal, que pode ser identificada, dentre outros, por um “pacote” de medidas anunciadas no período¹⁸. Essas medidas visavam demonstrar para as entidades internacionais o empenho do governo em conter o déficit público. Porém, os encargos das dívidas interna e externa cresceram proporcionalmente ao aumento dos juros que, ao buscar garantir uma maior remuneração para o capital especulativo e evitar que um volume mais elevado de recursos deixasse o país, acabou por aumentar o “peso” real da dívida pública, uma vez que esta alcançou aproximadamente 42,4% do PIB neste ano.

¹⁷ Em termos de comparação, observa-se que o déficit para os anos de 1993, 1994 e 1995 eram de, respectivamente, 0.676, 1.811 e 18.384 bilhões (Bacen, 2007).

¹⁸ Segundo relatório do DIEESE, tal pacote incluía medidas como elevação da meta para o superávit primário em 1998 e 1999; corte de gastos, inclusive com saúde, educação, agricultura entre outros; criação de uma comissão de controle do orçamento; comprometimento com programa de ajuste fiscal para 1999.

Os efeitos indesejáveis também se fizeram no nível de atividade. A redução dos gastos do governo aliada ao “choque dos juros” provocaram a retração dos investimentos e do nível de emprego, revelando-se, em curto prazo, resultados indubitavelmente recessivos. Em termos nominais, o PIB obteve o crescimento insignificante de 0,13% ao final do ano de 1998, segundo dados do DIEESE para o período.

Como uma última tentativa de conter o ataque especulativo contra a economia nacional, o Banco Central do Brasil recorreu a um acordo com o Fundo Monetário Internacional no final daquele ano, recebendo recursos de aproximadamente US\$ 40 bilhões. Entretanto, diante da extrema deterioração dos fundamentos, esta ajuda não logrou êxito em restabelecer a confiança no país e no Plano Real.

3.3 A Crise Brasileira

Na imediata seqüência das crises asiática e Russa, e dada à tendência de deteriorização crescentes dos fundamentos macroeconômicos em que a economia nacional estava inserida, novos ataques especulativos ao Real se sucederam, o que acabou por determinar a insustentabilidade dos rumos da política econômica praticada até então, culminando na crise cambial brasileira no início de 1999.

Nesta perspectiva, internamente entende-se que a evidente deterioração dos fundamentos macroeconômicos¹⁹ tenha deixado bem claro ao mercado financeiro e aos investidores a fragilidade do regime cambial que estava sendo praticado ao longo dos anos de vigência do Plano Real, sendo este um dos principais responsáveis para o colapso da economia brasileira em 1999. Soma-se a este, as dificuldades de aprovação da restrição fiscal e episódios como a “moratória mineira” que acabaram por gerar uma crise de confiança no mercado favorecendo a fuga de capitais e ampliando a pressão sobre o câmbio. Do ponto de vista externo as crises internacionais que se seguiram - crise mexicana, do Leste da Ásia e a crise da Rússia - foram os fatores determinantes para os ataques especulativos que ocorreram contra o Real e as responsáveis pelo movimento de redução acentuada no nível de reservas internacionais.

Nesse sentido, já no final do ano de 1998 o nível da reservas internacionais diminuiu consideravelmente, registrando uma queda de aproximadamente 14%. Nesse cenário, os agentes financeiros de uma forma generalizada iniciaram um movimento de retirada de recursos do país, em especial, no que se refere aos bancos e investidores estrangeiros. Neste caso, nem mesmo o acordo com o FMI foi capaz

¹⁹ Leia-se como conta corrente deficitária, política de juros altos e proibitivos, déficits fiscais não controlados, entre outros.

de estancar o vazamento de capitais, pelo contrário, segundo (Lanzana, 2001), agravou o problema ao estabelecer um limite para a utilização das reservas.

O saldo do balanço de pagamentos, por sua vez, em fins de 1998 evidenciou um déficit de cerca de 17 bilhões de dólares, o pior resultado desde o lançamento do Plano Real. Do ponto de vista do crescimento do PIB, em grande parte como consequência da política monetária, as taxas foram pífias para o biênio 1998/1999, enquanto que a taxa de desemprego aumentou consideravelmente.

Entretanto, não se pode negar a grande contribuição do Plano Real no que tange o processo de estabilização do nível de preços, ressaltando-se que este sempre foi um dos seus objetivos fundamentais. O que se destaca são as consequências sofridas pela economia brasileira em prol da quebra do processo inflacionário, tanto por parte do setor produtivo privado como pelo setor público em suas obrigações fiscais, sendo a crise de 1999 a prova concreta do custo de adoção de tal processo.

Assim, em janeiro de 1999 após a reeleição do Presidente Fernando Henrique Cardoso ocorre profundas mudanças na diretoria do Banco Central e, em grande parte como consequências dessas, definem-se novas diretrizes para a política econômica brasileira. Isso não significa dizer, entretanto, que a estabilização do nível de preços não continuou sendo um dos principais objetivos a ser alcançado. O que mudou foi à forma e/ou os instrumentos que passam a ser utilizados para alcançar a efetividade de tal objetivo. Nesse sentido, promoveu-se a desvalorização do câmbio, com a mudança do regime cambial fixo do estilo *crawling peg* para o regime de câmbio flutuante, e a adotou-se o regime de metas inflacionárias.

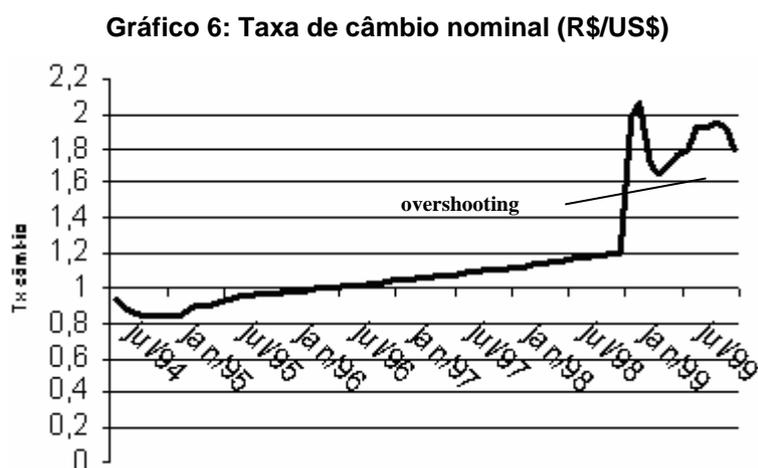
4 Terceira fase: o regime de câmbio flutuante e o regime de metas de inflação

A crise cambial em 1999 é o marco que determina o fim do Plano Real, determinando mudanças na política econômica principalmente no que refere a dinâmica de atuação e de condução das políticas cambial e monetária, a partir da adoção do regime de câmbio flutuante e da adoção do regime de metas de inflação. Estas mudanças caracterizam o que define-se como sendo a terceira fase da política macroeconômica brasileira da década de 90.

Em janeiro de 1999 é abandonada definitivamente a estratégia de manutenção do câmbio apreciado, à medida que o câmbio agora passa a ser determinado pelo mercado, ou seja, passa a flutuar de acordo com a oferta e demanda de divisas. Essa mudança na política cambial traz como resultado uma rápida e significativa desvalorização (aproximadamente 66%) como pode ser observada no gráfico (6).

Cabe ressaltar, entretanto, que a dinâmica funcional das políticas econômicas - política cambial e monetária - é invertida, mas o objetivo primeiro deste novo *mix de políticas*, assim como o objetivo da política econômica antecedente, continua a ser o combate à inflação. Anteriormente, buscava-se o controle dos níveis de preços

através da sobrevalorização cambial. Entretanto, com a adoção do regime de câmbio flutuante tal estratégia não é mais possível transferindo-se, portanto, para a política monetária a função de estabilizar o nível de preços. Neste sentido, a fim de cumprir com seus objetivos, o Banco Central do Brasil adotou em junho de 1999 o sistema de metas de inflação (*inflation targeting*).²⁰



Fonte: SISBACEN – PTX800

Em teoria, o regime de metas de inflação associado à manutenção do câmbio flutuante representaria uma mudança drástica da dinâmica da política econômica brasileira. A passagem a seguir sintetiza esta mudança:

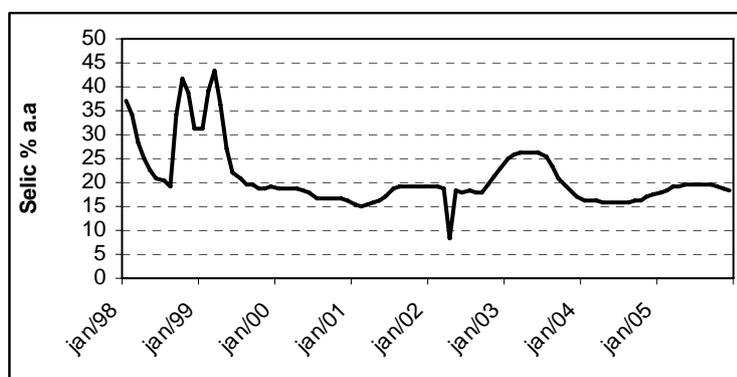
O regime de metas de inflação, combinado com o regime de taxas de câmbio flutuantes, deveria permitir uma maior autonomia da determinação da taxa de juros em relação às pressões de excesso de oferta ou demanda do mercado

²⁰ De acordo com informações do Banco Central do Brasil, o Decreto 3.088, em 21 de junho de 1999, implantou no país a sistemática de metas para a inflação como diretriz de política monetária. Desde então, as decisões do COPOM (Conselho de Política Monetária) passaram a ter como objetivo cumprir as metas para a inflação definidas pelo Conselho Monetário Nacional. Segundo o mesmo Decreto, se as metas não forem atingidas, cabe ao presidente do Banco Central divulgar, em Carta Aberta ao Ministro da Fazenda, os motivos do descumprimento, bem como as providências e prazo para o retorno da taxa de inflação aos limites estabelecidos.

cambial, já que estes ajustes passam a ser realizados por intermédio das flutuações na taxa de câmbio e não mais a partir das flutuações da taxa de juros, a qual, num regime de metas de inflação, deve flutuar para conter os desvios da taxa de inflação em relação à meta previamente definida (Canuto, 1999 apud Curado e Oreiro, 2005).

No entanto, efetivamente o que se evidenciou foi à política de manutenção das taxas de juros elevadas, conforme pode ser observado no gráfico (7), a fim de que as metas de inflação estabelecidas pelo Banco Central pudessem ser alcançadas.

Gráfico 7: Taxa de juros no regime de metas de inflação



Fonte: BACEN

A operacionalização do regime de metas de inflação, conforme Rigolon e Carvalho (2002), pode ser entendido a partir dos seguintes pontos:

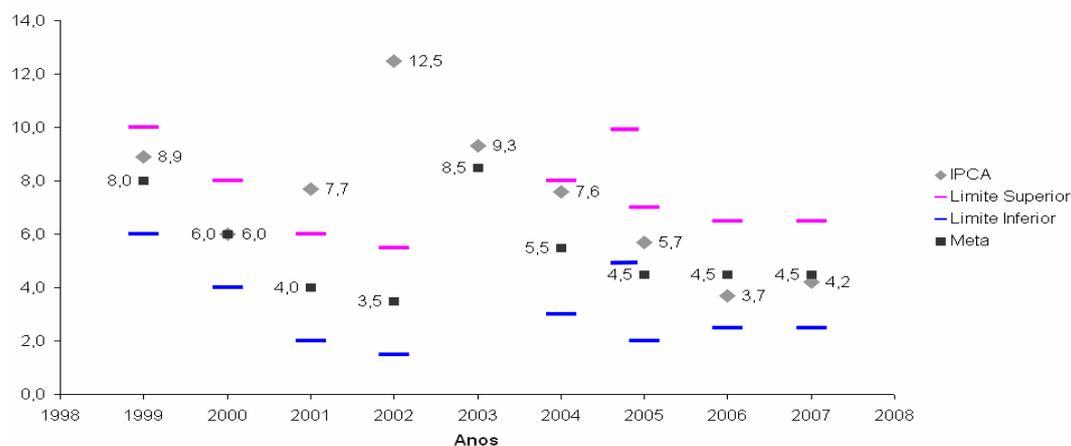
- a) a meta de inflação seria especificada pelo Governo, indicando o comprometimento oficial com o objetivo do regime;
- b) até 2001 haveria um intervalo de tolerância para as variações da taxa de inflação, na forma de dois pontos percentuais para cima e para baixo em relação ao centro da banda;
- c) o índice de preços escolhido como “termômetro” de inflação seria o IPCA, calculado pelo IBGE;
- d) a meta seria definida em relação ao índice de preços “cheio”;
- e) as metas anunciadas não estariam sujeita a revisão ou ajustes posteriores;
- f) todos os meses de junho de cada ano t, mantidas as metas para os anos t e (t+1), o Governo divulgaria a meta de inflação para o ano (t+2);

g) o Banco Central começaria a divulgar (como de fato fez) os chamados “Relatórios de inflação”, de periodicidade trimestral, com informações macroeconômicas, justificativas para as medidas adotadas visando o cumprimento da meta e as projeções nas qual a instituição se baseou para a sua tomada de decisões.

Observa-se que a adoção do regime de metas de inflação no Brasil ocorreu, como já visto, sobre fortes desequilíbrios macroeconômicos e uma iminente crise cambial. Assim, os resultados esperados para o desempenho da economia nos anos imediatamente subsequentes a flexibilização do câmbio eram os piores possíveis. Entretanto, a economia brasileira apresentou surpreendentes sinais de recuperação. Por exemplo, a mercê da crise dos meses iniciais, o resultado final para o ano de 1999 pode ser considerado como razoável, à medida que o crescimento do PIB observado foi de 0,8% e a meta de inflação estabelecida pelo Banco Central para o ano foi cumprida.

O gráfico (8) apresenta o comportamento da inflação a partir do ano 1999, bem como, as metas de inflação propostas para os anos subsequentes e a tabela (4) apresenta o comportamento da taxa de crescimento para o período.

Gráfico 8: Metas inflacionárias e taxa de inflação



Fonte: adaptado de GOMES & AIDAR (2004) e Relatório de Inflação do BC (vários números)

Tabela 4: Taxa de crescimento do PIB

PIB	0,79	4,36	1,31	1,93	0,54	4,94	2,28	2,9
Ano	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006

Fonte: IBGE (novembro/2006)

O ano de 2000 foi de relativo sucesso para a economia brasileira, uma vez que, em um cenário de retomada da confiança dos agentes econômicos, a taxa de crescimento do PIB foi de aproximadamente 4,3% e a meta inflacionária foi cumprida, ficando inclusive abaixo da meta central (gráfico 8). Entretanto, o novo “ciclo de prosperidade” da economia brasileira foi quebrado nos anos de 2001 e 2002. Fatores internos como a crise energética e fatores externos como a Crise Argentina e os ataques terroristas aos Estados Unidos são algumas das explicações para o desaquecimento da economia brasileira e mundial.

Neste sentido, em 2001 a taxa de crescimento reduziu-se para próximo de 1,31% e a meta de inflação, por mais restritivas que se fizessem as políticas econômicas, ficou mais de 1,5 pontos percentuais acima do limite superior da meta estabelecida. Na seqüência, em 2002, a perspectiva desfavorável do cenário internacional somada aos desequilíbrios estruturais da economia nacional e ao cenário interno de instabilidade causado pelas eleições presidenciais, novamente fizeram com que os resultados em termos da taxa de crescimento ficassem abaixo do esperado, juntamente com a inflação observada que registrou mais que o dobro da meta proposta.

Em 2003, já sobre as diretrizes da nova equipe econômica, o sistema de metas de inflação foi revisto alterando-se as metas e seus limites para o ano corrente e para os subseqüentes o que, de certa forma, conferiu maior flexibilidade à política econômica. A meta de inflação neste ano pode assim ser alcançada, embora a mesma tenha sido acompanhada pela retração do nível de atividade uma vez que a política de juros altos permaneceu, demonstrando certa continuidade em relação a política econômica anterior.

Passadas dificuldades da economia americana e mundial, o ano de 2004 apresentou uma perspectiva de retomada do crescimento no Brasil. A variação do nível de atividade sofreu uma elevação de mais de 5% e, a despeito desse crescimento, a inflação medida pelo IPCA foi de aproximadamente 7,6%, encontrando-se dentro do limite estabelecido (meta) para o ano.

Em síntese, a partir dos resultados observados é possível resumir esta nova fase da política econômica brasileira, segundo Oreiro, Nakabashi e Lemos (2007), à medida que:

O novo modelo macroeconômico permitiu uma expressiva redução da taxa real de juros - a qual passou de um patamar de cerca de 25% ao ano no período 1994-1998 para cerca de 10% ao ano no período 1999-2005 - e uma desvalorização da taxa real de câmbio que foi de fundamental importância para a eliminação dos déficits crônicos em conta corrente observados no período 1994-1998, o quais chegaram a superar a marca de 4% do PIB. Além disso, a política de geração de

crecentes superávits primários após 1999, permitiu que a dívida pública líquida como proporção do PIB entrasse numa trajetória (levemente) declinante, situando-se atualmente em cerca de 50% do PIB.

No entanto, deve-se salientar que estes autores, assim como uma grande parte da literatura corrente, criticam os resultados dessa nova política no que tange as taxas de crescimento econômico obtidas no período.

5 Considerações finais

Ao longo deste trabalho buscou-se evidenciar as formas como as políticas macroeconômicas da década de 90 foram conduzidas no sentido de combater o processo inflacionário brasileiro. Nesse sentido, observou-se que houve mudanças de ênfase no que tange a condução das políticas fiscal, monetária e cambial, de modo que estas mudanças foram quem garantiram - a mercê de dificuldades como as crises cambiais que se sucederam - o sucesso do plano real no que concerne a estabilização do nível de preços.

Em um primeiro momento, o combate à inflação foi feito via política fiscal à medida que se identificava no déficit orçamentário do governo a sua principal. Nesta fase, destacou-se o esforço despendido pela equipe econômica para sanar a situação fiscal do Governo, através da execução de programas como o PAI e Fundo Social de Emergência, entre outros. Entretanto, a partir desta fase a política fiscal foi relegada a um segundo plano, assumindo, para tanto, importância fundamental a política cambial e monetária.

A política cambial, em um segundo momento - após o início de vigência do plano real -, foi o principal instrumento utilizado para combater à inflação, uma vez que o câmbio valorizado atuava no sentido de manter a concorrência dos produtos importados dificultando a elevação dos preços internos. Apesar do sucesso no que tange a estabilização do nível de preços, a valorização excessiva do câmbio nesta fase ocasionou vários problemas estruturais à economia brasileira, tais como a elevação do déficit público, as baixas taxas de crescimento, as sucessivas perdas nas reservas internacionais, os déficits no balanço de Pagamentos, entre outros. Nesse sentido, dado à deterioração dos “fundamentos” macroeconômicos e dado à instabilidade na conjuntura externa ocasionado pelas seguidas crises internacionais, a economia brasileira sofreu (neste período) a crise de 1999. Após a crise, que evidenciou a sobrevalorização do real, houve mudanças na política cambial tornando o mesmo flutuante e passando o controle do nível de preços para o sistema de metas inflacionárias, ou seja, para a política monetária.

A terceira fase do Plano Real corresponde ao período em que ocorreram significativas mudanças na condução da política macroeconômica, onde a política

monetária - via regime de metas inflacionárias - assume papel principal no que concerne a estabilização do nível de preços. Neste caso, observa-se que houve uma inversão de objetivos, uma vez que cabe agora a política cambial, ao contrário da fase anterior, equilibrar o Balanço de Pagamentos. Deve se destacar que nesta fase os resultados em termos de alcance das metas inflacionárias tem sido de relativo sucesso, uma vez que ao longo do período a inflação observada tem ficado abaixo ou muito próxima da meta estabelecida. Entretanto, do ponto de vista da condução da política econômica, destaca-se a política de juros altos que tem sido utilizada sendo esta, em grande parte, a responsável pelo cumprimento das metas de inflação estabelecida, assim como, por penalizar o setor produtivo e, conseqüentemente, por “frear” o nível de atividade econômica.

Referências Bibliográficas

AZEVEDO, A. & PORTUGUAL, M. Abertura comercial e política econômica no Plano Real: 1994-1999 – *mimeo*, UFRGS: 2006.

BACHA, E. L. O Plano Real: uma avaliação. IN: MERCADANTE, A. (org). O Brasil pós Real: a política econômica em debate. Campinas, SP: UNICAMP. IE, 1998.

BAER, W. **A economia Brasileira**. São Paulo: Nobel, 2002.

BANCO CENTRAL DO BRASIL, **Relatório de inflação**. Vários números, (outubro de 2005). IN: <http://www.bcb.gov.br>.

BRESSER PEREIRA, L. C. e NAKANO, Y. Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação. **Revista de Economia Política**, vol, 4, nº 1, janeiro-março/1984.

BRESSER PEREIRA, L. C. Inflação decifrada. **Revista de Economia Política**, vol. 16, nº 4 (64), outubro-dezembro/1996.

CURADO. M. L. e OREIRO. J. L. Metas de inflação: uma avaliação do caso brasileiro. **Texto para discussão** – nº 15. Curitiba, CMDE/UFPR. 2005.

DIEESE – www.dieese.gov.br

FALCÃO SILVA M. L. Plano Real e Âncora Cambial. **Revista de Economia Política**, vol. 22, nº 3 (87), julho-setembro/2002.

FERRARI FILHO, F. Da tríade mobilidade de capital, flexibilidade cambial e metas de inflação à proposição de uma agenda econômica alternativa: uma estratégia de desenvolvimento para a economia à luz da teoria pós-keynesina. UFRGS – **Textos para discussão - nº 14**, novembro/2002.

FRANCO, G. A nova política cambial (1994). IN: PRADO. M^o. C. R. M. **A real história do Real**. Rio de Janeiro: Record, 2005.

- FRANCO, G. Inserção externa e desenvolvimento. **Mimeo**, 1996. (abril de 2005). IN: www.econ.puc-rio.br/gfranco
- FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. (outubro de 2005). www.fgv.br.
- GIAMBIAGI, F. e CARVALHO, J. C. As metas de inflação: sugestões para um regime permanente. **Revista de Economia Política**, vol. 22, nº 3 (87), julho-setembro/2002.
- GIAMBIAGI, F. RIGOLON, F. J. Z. Economia brasileira: panorama geral. **Mimeo**, 1999. (maio de 2005) IN: www.bndes.gov.br
- GOMES, C & AIDAR, O. Metas inflacionárias, preços livres e administrados no Brasil: uma análise econométrica. **Anais do XXXII Encontro Nacional de Economia da ANPEC**, 2004. IN: <http://www.anpec.org.br>
- IPEADATA. (outubro de 2005). www.ipea.org.br
- LANZANA, A. E. T. **Economia brasileira: fundamentos e atualidade**. São Paulo: Atlas, 2001.
- MARGARIDO, M. A. A questão cambial e a balança comercial no Brasil pós-Plano Real. **Informações Econômicas**, SP, vol. 31, nº 11, novembro/2001.
- MERCADANTE, A. Plano Real e o neoliberalismo tardio. IN: MERCADANTE, A. (org). **O Brasil pós-Real: a política econômica em debate**. Campinas, São Paulo: UNICAMP. IE, 1998.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA – www.fazenda.gov.br
- OREIRO, J. L; NAKABASHI, L. e LEMOS. B. Por que o Brasil cresce pouco? **Jornal Valor Econômico**, 19/03/2007.
- PRADO. M. C. R. M. **A real história do Real**. Rio de Janeiro: Record, 2005.
- RESENDE, A. L. A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial. **Revista de Economia Política**, vol 5, nº 2, abril-junho/1985.
- TAVARES, M. A economia política do Real. IN: MERCADANTE, A. (org). **O Brasil pós-Real: a política econômica em debate**. Campinas, São Paulo: UNICAMP. IE, 1998.
- TAVARES, M. C. e BELLUZZO. L. G. M. Desenvolvimento no Brasil – relembrando um velho tema. IN: BIELCHOWSKY & MUSSI (org). **Políticas para a retomada do crescimento – reflexões de economistas brasileiros**. Brasília: IPEA/CEPAL, 2002.
- VERSIANI, F. R. Dívida pública interna e sua trajetória recente. **Texto para discussão nº 284** – Universidade de Brasília/UNB, março/2003.
- WILLIAMSON, J. Reforma política na América Latina na década de 80. **Revista de Economia Política**, vol 12, nº 1 (45), janeiro-março/1992.