

*Economia - Estatística  
Manoel - Brasil*



1290003788

TCC/UNICAMP  
Sa11e  
1290003788/IE

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA

**A ECONOMIA BRASILEIRA PÓS-PLANO REAL  
NA DÉCADA DE 90**

LEONARDO LIMA DE SOUZA SÁ

E-mail: [lsa@apoiocom.com.br](mailto:lsa@apoiocom.com.br)

Monografia Apresentada no  
Curso de Graduação em Ciências  
Econômicas da Universidade  
Estadual de Campinas.

Orientador: Prof. Dr. Davi José Nardy Antunes.

*Antunes, Davi José Nardy*

CAMPINAS

2008

TCC/UNICAMP  
Sa11e  
1290003788/IE

CEDOC/IE/UNICAMP

819006002

## **Resumo**

Este trabalho refere-se ao período compreendido entre 1993 e 1998.

Após um longo período de persistente inflação na economia brasileira, o Plano de Estabilização, chamado de Plano Real, iniciado no governo do presidente Itamar Franco, foi bem sucedido na tarefa de controlar e estabilizar os preços de forma consistente no período em que trata este trabalho. A equipe econômica promoveu na seqüência, um ajuste fiscal, uma indexação da economia e troca da moeda oficial, com paridade de 1 para 1 com dólar. A valorização do câmbio trouxe abaixo a inflação num intervalo de tempo curtíssimo.

Conjuntamente à política cambial, houve a introdução de uma abertura comercial, expansão do déficit comercial e de transações correntes, aumento de importações, crescimento da demanda interna, restrição ao crédito, oscilação no nível das reservas, aumento da taxa de juros, e um dos pontos mais importantes: ausência de crescimento econômico.

Estes são os principais assuntos tratados neste trabalho, como o governo eliminou a inflação, e como conduziu a economia sem promover crescimento do PIB ao longo daqueles anos.

## **Abstract**

This paper refers to the period between 1993 and 1998.

After a long time with persistent inflation in the Brazilian economy, the Stabilization Plan, called as "Plano Real", initiated in the government of President Itamar Franco, has been successful in the task to control and stabilize prices on a consistent basis during the period in which deals this work. The economic team promoted in a string, fiscal adjustment, an indexation of the economy and exchange of official currency, with 1 to 1 parity with the dollar. The appreciation of the exchange brought down the inflation in a very short period of time.

Along with exchange rate policy, there was the introduction of an open trade, expansion of trade deficit and current transactions, increased imports, growth internal demand, restriction of credit, fluctuation in the level of reserves, increased interest rates, and one of the most important parameter: lack of economic growth.

These are the main issues addressed in this work, as the government removed the inflation, and led the economy without promoting growth of the PIB over those years.

## ÍNDICE

<b>Introdução .....</b>	<b>04</b>
<b>Capítulo 1 .....</b>	<b>06</b>
<b>Capítulo 2 .....</b>	<b>20</b>
<b>Capítulo 3 .....</b>	<b>23</b>
<b>Conclusão .....</b>	<b>36</b>
<b>Bibliografia .....</b>	<b>39</b>

## Introdução

Os anos 80, ou a chamada “década perdida” foram marcados por um período de crise econômica, com alta inflação e crescimento inexpressivo, se levarmos em conta a década anterior principalmente. Como herança deste período, o país entrou nos anos 90 ainda buscando medidas capazes de trazer de volta a estabilidade dos preços e da economia de forma duradoura, algo que vinha sendo tentado ao longo dos últimos anos por vários “planos econômicos”: Plano Bresser, Plano Collor, entre outros. Várias análises colocavam a inflação como sendo o único e grande vilão da economia brasileira. De fato, não há como negar o seu efeito perverso aplicado, sobretudo àquela parcela da população mais pobre, ou que não possuía conta bancária. Não é questionável o efeito negativo da deterioração do poder de compra em nenhuma sociedade. Um fato relevante é que sozinha, a inflação não poderia ser a causa da estagnação assistida durante este período. Eliminá-la por si só não garantiu ao país recuperar o fôlego das décadas anteriores. Outras medidas deveriam ser tomadas, e outras condições deveriam ser garantidas. A falta destas condições pode explicar o fracasso de planos anteriores que foram bem sucedidos no combate à inflação, mas não cumpriram o objetivo final de estabilizar a economia recolocando o país novamente nos trilhos do crescimento econômico. Após varias tentativas, o país voltava ao ponto de partida.

Em meio a um cenário confuso, surge o Plano Real. Estudar e apresentar a conjuntura no momento da criação do plano, o que estava ocorrendo na economia quando se põe em prática é de essencial importância para entendê-lo. A elaboração do plano e o que ele propõe são objetos determinantes para entender o mecanismo da estabilização com baixo crescimento. O que era em si o Plano Real e quais as suas etapas? Foram três as fases de implantação, sendo a primeira delas iniciada em 1993 com o lançamento do Programa de Ação Imediata, ou PAI como era chamado. O principal pilar do PAI foi o Fundo Social de Emergência que visava o equilíbrio orçamentário. A segunda etapa data de 1º de Março de 1994 e corresponde à introdução da Unidade Real de Valor, URV, como indexador geral da economia. A terceira etapa começou em 1º de Julho do mesmo ano, com a extinção da URV e a introdução do Real como unidade de conta e de medida de valor.

O Plano Real foi extremamente bem sucedido no combate à inflação. Trouxe inicialmente um período repleto de sensação de prosperidade devido à melhora do acesso a bens de consumo, uma aparente ascensão da classe média que consumia bens importados e viagens ao exterior, o que durou pouco - como é bom frisar. Com o tempo houve um indigesto déficit na balança de transações correntes, posteriormente crises e turbulências, influenciadas em parte por questões externas.

A estabilização econômica ocorreu, e não chegamos a viver um “estado de graça”. O Plano Real devolveu ao país a estabilidade dos preços, cuja ausência, alguns insistiam ser a princi-

pal culpada por frear a economia, mas o Brasil não cresceu. Com o fim da inflação, a economia não deslanchou, não houve crescimento econômico expressivo, tão pouco crescimento industrial. Eliminar o problema inflacionário trouxe perspectivas de estabilidade, mas é preciso ressaltar o custo dessa conquista para a sociedade brasileira. O país não cresceu, devido à maneira em que foi arquitetada e colocada em vigor a política de estabilização, bem como dos mecanismos de combate à inflação.

A equipe econômica montada pelo então Ministro Fernando Henrique Cardoso, defendia, num primeiro momento, a estabilização da economia. Argumentava que o fim do processo inflacionário iria melhorar a credibilidade do governo e propiciar um ambiente favorável ao crescimento e ao desenvolvimento econômico. Posteriormente, por meio de uma reforma do papel do Estado na economia, haveria uma mudança da inserção do país em relação ao comércio internacional, e com isso tudo colocado em prática, o país estaria em condições de ampliar os seus investimentos e, conseqüentemente, crescer.

Este trabalho tem o objetivo de traçar um panorama da situação do país antes do plano. O que na verdade se tentava corrigir, qual era o contexto, e a dinâmica da economia? Depois, estudá-lo e apresentar as suas propostas, e o que de fato queriam os formuladores da política econômica conseguir para o desenrolar da economia e do crescimento do país? Neste ponto, fazer uma análise, baseada no debate econômico dos autores na época, do que foi implantado na condução da política econômica do governo e o que faltou implantar para conseguir um crescimento sustentado da economia, como talvez uma política de investimento público, ou de indução do investimento privado. Pra finalizar, fazer uma análise da situação do país no final da década de 90.

- A adoção de políticas que estimulavam a entrada de capitais externos de curto prazo em função da abertura financeira externa.

Em meio a todas essas medidas, o que a equipe econômica defendia era que a taxa de câmbio deveria ser usada com o dólar desempenhando o papel de âncora cambial, pois apenas assim seria possível alcançar a estabilização monetária. Com isso, a principal função da política cambial passou a ser de induzir a convergência da inflação doméstica à inflação internacional, não importando para isso os efeitos quaisquer que fossem, desde a perda da competitividade internacional até possíveis desequilíbrios no balanço de pagamentos em conta corrente. O cenário de câmbio nominal estável ou prefixado mais a abertura do mercado interno às importações, causou uma certa repressão à alta dos preços internos.

Um dos principais objetivos da adoção de políticas monetárias, tributárias e cambiais compatíveis com a atração de capitais especulativos, era de tentar atrair também capital externo com maior estabilidade e melhores condições de prazo e custo, mas para isso era essencial restabelecer a confiança e a credibilidade internacional do país.

No uso das políticas em meio a esse contexto, ficou a cargo da política fiscal a função de viabilizar a ancoragem cambial, como pensavam os formuladores da política econômica do governo, uma vez que a principal atribuição dela, segundo as previsões, era a de impedir que déficits fiscais não fossem financiados por meio de endividamento externo ou interno de médio ou longo prazo, e que com isso pudessem trazer ameaça à sustentação do câmbio, o que faria o programa se tornar mais vulnerável a ataques especulativos. No tocante às privatizações, embora os discursos usados sejam sempre relativos à eficiência da gestão privada e aos mecanismos de mercado, o entendimento desta lógica só se dá no contexto macroeconômico já delineado, reiterando que a venda de empresas estatais é eficaz quando implica desnacionalização e entrada de recursos novos em moedas de liquidez internacional, pois assim, ainda que temporariamente, há um equacionamento dos problemas financeiros internos do setor público, ao mesmo tempo em que também há o financiamento do desequilíbrio do balanço de pagamentos em conta corrente. Estes aspectos, reunidos, dão sinais de que não são os ganhos de eficiência ou a confiança do mercado as razões principais da defesa das privatizações, lembrando que diversas operações ditas de privatização consistiram, em realidade, na transferência do controle acionário a empresas estatais estrangeiras ( Batista, 1994:31 ).

Em vista dos arranjos macroeconômicos, se faz necessário agora abordar o Plano Real desde o seu ponto de partida e concepção, pra entender de que forma a experiência brasileira foi bem sucedida no processo de contenção da alta inflação.

### 1.3-) As Medidas do Governo

A equipe econômica do presidente Itamar Franco defendia constantemente a idéia de uma mudança no regime fiscal-monetário do Brasil, principalmente no que dizia respeito ao campo das finanças públicas e gestão da moeda como pré-condição das medidas de desindexação. O grande problema de impor mudanças neste período, 1993-94, era que o governo Itamar Franco era um governo fraco em final de mandato, sem base parlamentar estável e sem legitimidade associada à eleição por voto direto. Diante deste panorama político, não havia base para a construção de um programa de estabilização apoiado em sólidos fundamentos fiscais e monetários.

Dentro deste ambiente é importante citar que a política fiscal de 1993 e 1994 trouxe alguns resultados positivos como o reconhecimento da constitucionalidade da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social - COFINS, a instituição do Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira - IPMF, e a aprovação do Fundo Social de Emergência- FSE. A priori, alguns autores consideram que o papel do FSE tem sido basicamente o de atuar como um mecanismo de desvinculação de receitas<sup>4</sup>. Ainda assim, os ganhos obtidos com essas medidas acabam sendo neutralizados por despesas expressivas em certas áreas.

Em 1994, houve intervenções no BANERJ e principalmente no BANESPA, claro sinal de que havia um certo grau de desordem das finanças no país. Os governos Collor e Itamar negociaram com bancos estrangeiros acordos onerosos que diretamente afetavam o déficit público, e utilizavam incessantemente uma política de juros altos com a finalidade de assegurar a formação das reservas internacionais necessárias para sustentar a futura âncora cambial. Esta atitude acabava agravando mais ainda a situação pouco favorável das finanças públicas federais, dos estados e municípios com maior nível de endividamento.

Quando se aborda a questão monetária, a situação brasileira não era das melhores. A equipe econômica do governo defendia que a introdução de uma nova moeda estaria alicerçada em uma mudança do regime monetário, que poderia se dar através da adoção de um sistema de conversibilidade com câmbio fixo, como foi feito na Argentina em 1991. Havia na equipe econômica defensores desta via, e certamente ela foi considerada à época<sup>5</sup>. Havia também defensores de uma reforma que tornasse o Banco Central mais autônomo. A verdade é que por fim, as mudanças nas regras de emissão se limitaram apenas à fixação de tetos para a base monetária, e foram abandonadas em poucos meses.

---

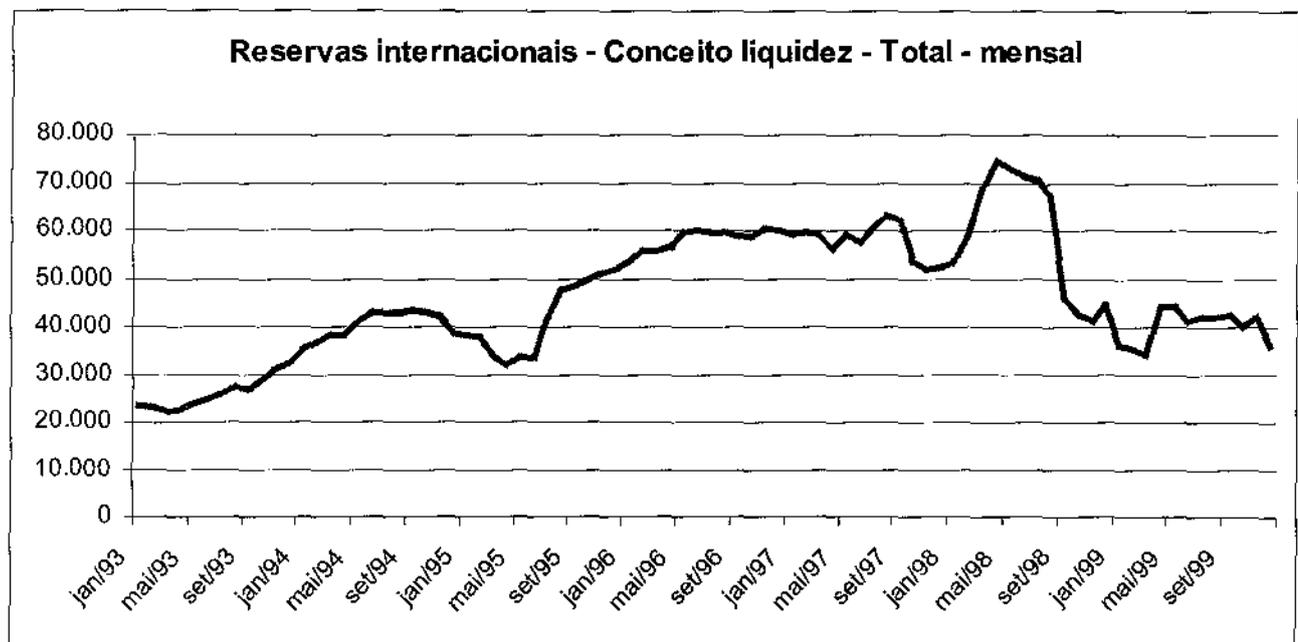
<sup>4</sup> O FSE foi aprovado por meio da Emenda Constitucional de Revisão nº 1, de 1º de Março de 1994, tendo como fonte de receitas 20% do produto da arrecadação de todos os impostos e contribuições da União, mais a parcela da arrecadação resultante do aumento de alíquotas ou da alteração da base de cálculo de alguns tributos ( Banco Central do Brasil, 1994, p. 63 ).

<sup>5</sup> Para uma crítica dessa alternativa e em especial da conveniência de aplica-la ao Brasil, ver Batista Jr., 1993c.

Uma análise precisa do Plano Real mostra que os principais êxitos estavam concentrados, sobretudo no setor externo da economia brasileira, já que os campos fiscal e monetário não agiam como ponto de apoio. Durante este período, o Brasil era um dos poucos países da América latina capaz de registrar superávit expressivo na balança comercial. Em 1992 o saldo comercial correspondia a 43% das exportações. Nenhuma outra economia latino-americana gozava dos mesmos índices.

De tudo o que foi citado, o mais importante aspecto da economia brasileira naquele instante era o elevado nível das reservas internacionais do Banco Central, que vinham sendo acumuladas desde 1992. Na metade de 1994, as reservas do Banco Central em conceito de caixa chegavam a aproximadamente US\$ 40,1 bilhões, e a maior parte, cerca de 70%, foram obtidas durante o período em que Fernando Henrique Cardoso era o Ministro da Fazenda. A acumulação de reservas era um claro sinal da reforma monetária e cambial que o governo pretendia realizar, e sinalizava um certo cuidado para evitar as dificuldades de natureza cambial, que conforme defendiam, eram responsáveis pelos insucessos de programas anteriores de estabilização no Brasil. A reforma monetária do Plano Real começou com um nível de reservas acumuladas equivalente a 18 meses de importação de mercadorias (FOB) considerando a média mensal dos últimos 12 meses anteriores a Julho de 1994.

**Gráfico 2**



O Plano Cruzado havia começado com reservas equivalentes a seis meses de importação e o Plano Collor I com reservas correspondentes a três meses de importação<sup>6</sup>.

Tabela 2

<b>Balanço de Pagamentos do Brasil, 1992-95</b>				
<b>(Principais Contas)</b>				
	<b>(Em milhões de US\$)</b>			
	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995*</b>
<b>1. Balança Comercial</b>	15.239	13.307	10.466	-3.157
Exportações (FOB)	35.793	38.563	43.545	46.506
Importações (FOB)	-20.554	-25.256	-33.079	-49.663
<b>2. Serviços</b>	-11.339	-15.585	-14.743	-18.600
Juros (liq.)	-7.253	-8.280	-6.338	-8.158
Lucros e dividendos (liq.)**	-749	-1.931	-2.566	-2.790
Viagens Internacionais	-319	-799	-1.181	-2.419
Transportes	-1.359	-2.090	-2.441	-3.200
Outros serviços (liq.)	-1.659	-2.485	-2.217	-2.033
<b>3. Transferências Unilaterais (liq.)</b>	2.243	1.686	2.588	3.973
<b>4. Saldo em Conta Corrente (1+2+3)</b>	6.143	-592	-1.689	-17.784
<b>5. Capital</b>	25.271	10.115	14.294	28.820
Amortizações Pagas	-7.147	-9.268	-11.001	-11.026
<b>6. Erros e Omissões</b>	-1.386	-1.119	334	1.444
<b>7. Resultado Global (4+5+6)</b>	30.028	8.404	12.939	13.480
<b>8. Financiamento</b>	-30.028	-8.404	-12.939	-13.480
Haveres (=aumento)	-14.670	-8.709	-7.215	-12.919
Obrigações -- FMI	-406	-495	-129	-47
Obrigações de Curto Prazo	-14.952	800	-5.595	-514
Atrasados	-14.253	1.133	-5.653	-510
Outras	-699	-333	58	-4

(\* ) Dados preliminares; ( \*\* ) Inclui lucros reinvestidos

Fonte: Banco Central do Brasil.

<sup>6</sup> Em fins de fevereiro de 1986 e março de 1990, as reservas no conceito de caixa estavam, respectivamente, em US\$ 7,1

Tabela 3

<b>Reservas Internacionais no Banco Central do Brasil 1985-95</b>			
<b>Conceito de Caixa*</b>			
<b>Período</b>	<b>Em US\$ milhões</b>	<b>Em meses de importação de bens</b>	
1985	7.690	7	
1986	4.585	4	
1987	4.433	4	
1988	5.359	4	
1989	7.268	5	
1990	8.751	5	
1991	8.552	5	
1992	19.008	11	
1993	25.878	12	
1994	Jan.	29.138	14
	Fev.	30.525	14
	Mar.	32.295	15
	Abr.	35.082	16
	Mai.	38.270	17
	Jun.	40.131	18
	Jul.	40.317	18
	Ago.	40.204	18
	Set.	40.873	18
	Out.	40.441	17
	Nov.	39.531	15
	Dez.	36.471	13
1995	Jan.	35.929	12
	Fev.	35.750	12
	Mar.	31.530	10
	Abr.	29.818	9
	Mai.	31.664	9
	Jun.	31.492	8
	Jul.	39.780	10
	Ago.	45.776	11
	Set.	46.614	11
	Out.	48.231	11
	Nov.	49.797	12
	Dez.	50.449	12

(\* ) Conceito Operacional do Banco Central, contemplando haveres prontamente disponíveis.  
Saldos em fim de período. Fonte: Banco Central do Brasil.

Pra finalizar este retrospecto positivo, neste momento, o Brasil possuía acesso aos mercados financeiros internacionais, bem ao contrário daquilo que ocorreu durante a década de 80 e início dos anos 90, devido ao aumento da liquidez internacional e principalmente também, pela queda da taxa de juros para as operações realizadas em dólares. Pode-se dizer que pela primeira vez em 15 anos, começou a ser possível realizar uma tentativa de estabilização monetária em um ambiente marcado por recursos externos em abundância, tendo sido exatamente por isso explicada boa parte da acumulação de reservas pelo Banco Central. A grande aposta do governo era de que os déficits em conta corrente seriam então financiados facilmente nos mercados internacionais.

Um estudo detalhado da natureza das reservas brasileiras mostra que do aumento obtido entre dezembro de 1991 e junho de 1994, US\$ 32 bilhões, apenas 20% era resultante de superávits no balanço de pagamentos em conta corrente, o restante era constituído de “reservas emprestadas” formadas por investimentos de carteira, ou seja, aplicações em bolsas de valores e outros ativos financeiros, além dos empréstimos de curto e médio prazo. Tais investimentos poderiam sair do país de forma instantânea. Diante deste panorama, sabia-se que o mercado de capitais brasileiro não suportaria saídas maciças de recursos sem que houvesse perda no valor dos investimentos. Por outro lado, o risco de perda seria extremamente oneroso uma vez que acabaria por causar uma aceleração dos recursos em momentos de incerteza.

Pode-se concluir que a garantia proporcionada pelo elevado nível de reservas brutas do Banco Central brasileiro não era tão sólida quanto parecia. A onda de desconfiança produzida pelo colapso do peso mexicano em 1994 trouxe uma abrupta diminuição das reservas, e fortes abalos na condução do Plano Real, evidenciando com isso a relativa fragilidade das reservas brasileiras.

Quando da introdução do Plano Real, alguns membros da equipe econômica do governo chegaram a defender que a moeda brasileira estava subvalorizada<sup>7</sup>. Analisando a trajetória da taxa de câmbio real nos anos que antecedem a reforma monetária, o que se vê é que estava ocorrendo uma significativa valorização da moeda brasileira em termos reais. Na tabela 4 pode ser vista a evolução do câmbio em termos efetivos para 5 países.

**Tabela 4**  
**Países selecionados da América latina:**  
**Taxa de câmbio real efetiva para as exportações\***

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Argentina</b>	106	117	82	68	63	60	64	71
<b>Brasil</b>	91	69	64	76	81	75	59	45
<b>Chile</b>	106	100	104	103	99	100	100	96
<b>Colômbia</b>	102	104	117	119	106	102	88	88
<b>México</b>	81	76	74	67	62	59	61	90

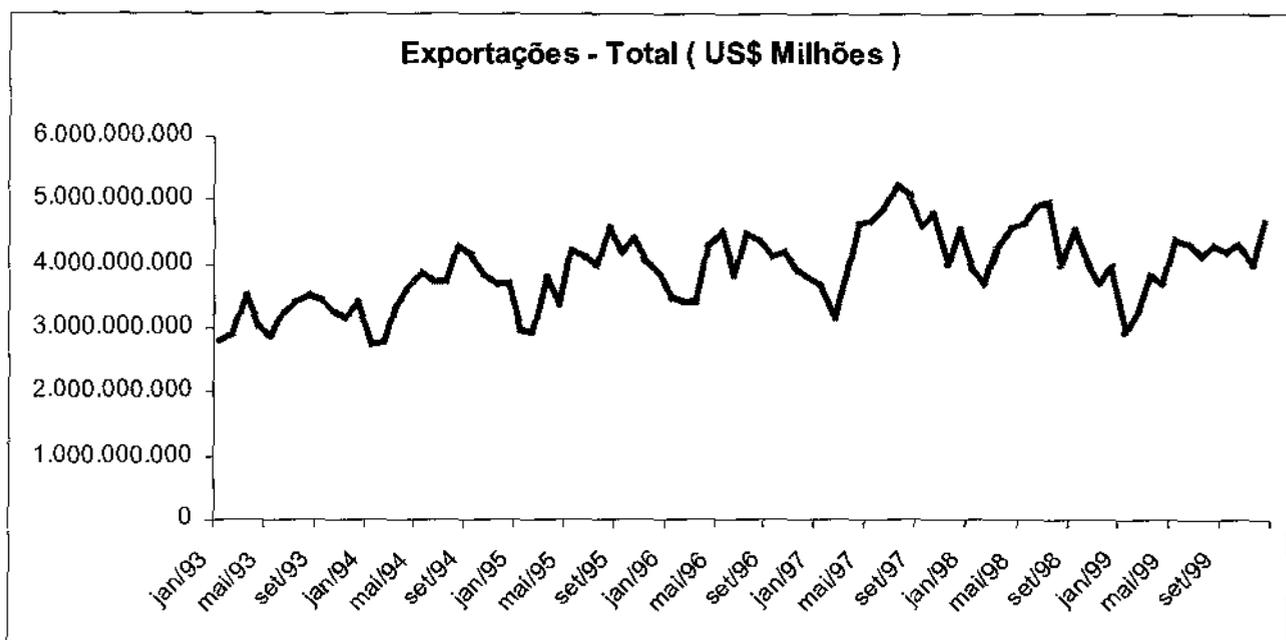
(\*) Corresponde à média dos índices de câmbio real da moeda de cada país em relação às moedas dos seus principais parceiros comerciais, ponderados pela importância relativa das exportações para esses parceiros. As ponderações correspondem à média do período 1989-93. Os índices foram elaborados com base em índices de preços ao consumidor. Base: 1987 = 100

Fonte: Comissão Econômica para América Latina e o Caribe

Os efeitos da valorização cambial sobre a competitividade internacional da economia, estavam sendo compensados por ganhos de produtividade na indústria e em outros setores como vinha sendo defendido pela equipe econômica, assim como os elevados superávits na balança comercial serviam de argumentos para a tese de que não havia defasagem cambial até meados de 1994.

Analisando o que se afirma, em nenhum momento foi demonstrado de forma conclusiva que os ganhos de produtividade da indústria brasileira em relação aos seus concorrentes internacionais foram suficientes para neutralizar os efeitos da valorização cambial sobre a competitividade das exportações e dos setores nacionais que concorriam com as importações. Sabemos que desde a década de 80 a participação das exportações brasileiras no mercado mundial vinha caindo:

**Gráfico 3**



<sup>7</sup> O ministro da Fazenda, Pedro Malan, por exemplo, em entrevista à imprensa internacional, em Washington, afirmou que no momento da sua introdução, o real estava subvalorizada e não apreciado ( *O Estado de São Paulo*, 13 out. 1995, p. B 7 ).

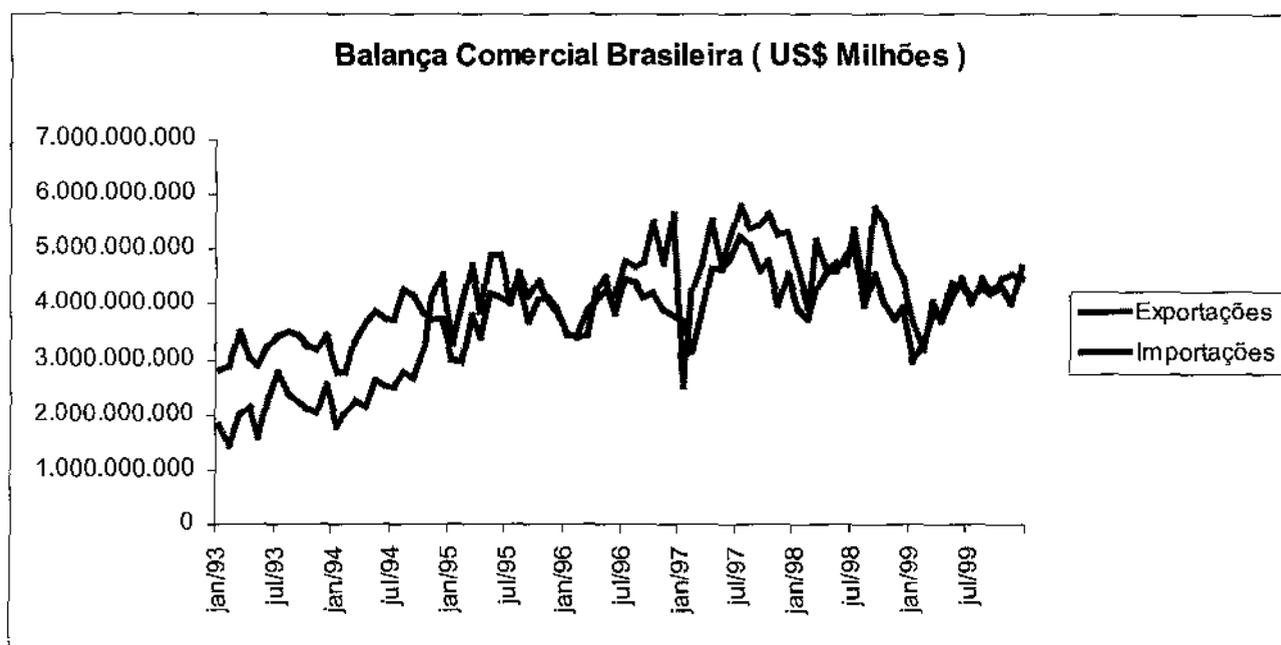
**Tabela 5**  
**Participação das exportações do Brasil nas exportações mundiais e**  
**nas exportações dos países em desenvolvimento, 1980-95**

<b>Ano</b>	<b>Exportações do Brasil / exportações mundiais</b>	<b>Exportações do Brasil / exportações dos países em desenvolvimento</b>	<b>Exportações do Brasil / exportações dos países em desenv. não exportadores de petróleo</b>
	<b>( Em % )</b>	<b>( Em % )</b>	<b>( Em % )</b>
1980	1,06	3,19	5,49
1981	1,24	3,69	6,15
1982	1,16	3,58	5,54
1983	1,29	4,1	5,83
1984	1,5	4,82	6,54
1985	1,41	4,77	6,35
1986	1,12	4,38	5,31
1987	1,11	4,25	5,12
1988	1,25	4,76	5,58
1989	1,17	4,32	5,14
1990	0,93	3,5	4,29
1991	0,89	2,97	3,92
1992	0,94	3,1	4,05
1993	1,01	3,11	4,04
1994	1	2,99	3,81
1995	0,89	2,59	3,32

Fonte: Fundo Monetário Internacional.

Em relação aos saldos comerciais, mesmo antes de Julho de 1994, eles vinham decrescendo:

**Gráfico 4**



**Tabela 6**  
**Brasil: saldo da balança comercial e déficit de balanço de pagamentos**  
**em transações correntes, como proporção das exportações e do produto interno bruto. 1978-95**

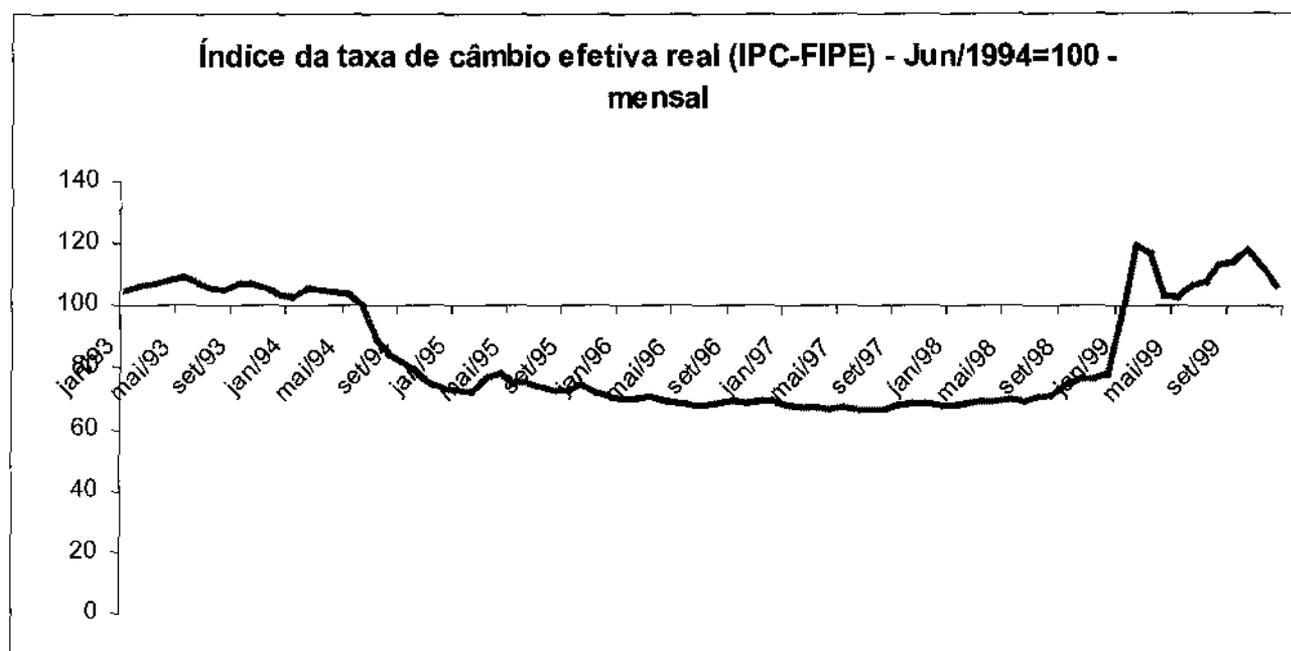
<b>Ano</b>	<b>Saldo Comercial ( Em US\$ milhões )</b>	<b>Saldo Comercial exportações<sup>1</sup> ( Em % )</b>	<b>Saldo Comercial PIB<sup>2</sup> ( Em % )</b>	<b>Déficit em transações correntes<sup>3</sup> ( Em US\$ milhões )</b>	<b>Déficit em transações correntes/exportações<sup>1</sup> ( Em % )</b>	<b>Déficit em transações correntes/PIB<sup>2</sup> ( Em % )</b>
1978	-1.024	-8,1	-0,5	5.892	46,5	2,9
1979	-2.840	-18,6	-1,3	10.742	70,5	4,8
1980	-2.823	-14,0	-1,2	12.807	63,6	5,4
1981	1.202	5,2	0,5	11.734	50,4	4,5
1982	780	3,9	0,3	16.311	80,8	6,0
1983	6.470	29,5	3,4	6.837	31,2	3,6
1984	13.089	48,5	6,9	-45	-0,2	0,0
1985	12.486	48,7	5,9	242	0,9	0,1
1986	8.305	37,2	3,2	5.304	23,7	2,1
1987	11.172	42,6	4,0	1.436	5,5	0,5
1988	19.184	56,8	6,2	-4.175	-12,4	-1,4
1989	16.120	46,9	9,9	-1.033	-3,0	-0,3
1990	10.753	34,2	2,5	3.782	12,0	0,9
1991	10.579	33,5	2,8	1.407	4,4	0,4
1992	15.239	42,6	3,9	-6.143	-17,2	-1,6
1993	13.307	34,5	3,1	592	1,5	0,1
1994	10.466	24,0	1,9	1.689	3,9	0,3
1995	-3.157	-6,8	-0,5	17.784	38,2	2,6

( 1 ) Exportações de mercadorias (FOB); ( 2 ) Convertido em dólares pela taxa média de câmbio; ( 3 ) Inclui lucros reinvestidos; ( 4 ) Dados preliminares

Fontes: banco Central do Brasil e Fundação Getúlio Vargas

A reforma brasileira feita em julho de 1994 trouxe uma valorização acentuada da taxa de câmbio nominal. De junho a setembro, a taxa real/dólar sofreu uma redução de 15%<sup>8</sup>, contrariando a expectativa de que o governo fixaria a taxa nominal de câmbio a partir de Julho. Essa medida do governo gerou muito debate e controvérsia entre os economistas no Brasil, e muitos consideraram como sendo um dos maiores equívocos dentro do Plano Real. A equipe econômica do governo defendia a idéia de que a queda do dólar nada mais era do que resultado das chamadas “forças de mercado”, uma vez que o Banco Central não mais atuava diretamente dentro do o mercado de câmbio.

**Gráfico 5**



Num momento como aquele em que o Brasil tinha atravessado anos seguidos de inflação crônica, a estabilização monetária inevitavelmente levaria a uma expansão da demanda, sobretudo de consumo, e o governo além de saber isso, sabia também que ela ocorreria principalmente na fase inicial do programa. A queda do chamado imposto inflacionário e o reaparecimento do crédito com prazos mais longos em função de um padrão monetário mais estável reforçaram a idéia da elevação do consumo. Outra circunstância peculiar do processo de estabilização brasileiro foi o fato do chamado efeito Oliveira-Tanzi<sup>9</sup>, ter sido sobrepujado pelo aumento dos gastos públicos associados à queda da inflação ( Bacha, 1994 ).

Guardadas as devidas proporções, uma expansão da demanda era bem vinda naquele momento em função do processo eleitoral em curso, mas experiências passadas como a do Plano Cruzado, por exemplo, mostrava que uma expansão da demanda causada por fatores endógenos no processo de

<sup>8</sup> Banco Central do Brasil, ago. 1995, p.182.

<sup>9</sup> A inflação tende a corroer o valor da arrecadação fiscal, pela defasagem entre a geração e o recolhimento dos impostos. Julio Oliveira, da Universidade de Buenos Aires e Vito Tanzi, do FMI, desenvolveram o conceito.

estabilização, acaba sendo uma das principais causas de insucesso dos planos em questão, e por isso era comum que fossem tomadas medidas no intuito de conter este avanço. No geral, o que iriam sugerir pra este caso, era um ajuste fiscal, pois a política fiscal, se acionada a tempo, seria capaz de conter a expansão do gasto privado. Foi mais ou menos por ai que se deu início todo o emaranhado econômico do Plano Real.

O Plano Real foi feito em três fases. A primeira delas era o ajuste fiscal, a segunda consistiu na introdução da URV e a terceira finalmente a criação do Real. A fase I foi a responsável por introduzir os fundamentos fiscais da desindexação e da reforma monetária. Esta seqüência escolhida tinha a finalidade de influenciar positivamente sobre as expectativas dos agentes econômicos<sup>10</sup>, pois tanto esses como os formadores de opinião e os meios de comunicação em geral defendiam que os programas anteriores de desindexação e reforma monetária haviam fracassado exatamente pela falta de um ajuste permanente das contas públicas. Agora, dando a entender que o governo não mais se financiaria por meios inflacionários, as expectativas inflacionárias se reverteriam através do ajuste fiscal prévio. Outra medida peculiar à introdução do Plano Real brasileiro foi a fixação de tetos trimestrais para a expansão monetária, que determinou as emissões de Reais em no máximo R\$ 7,5 bilhões até 30 de Setembro de 1994, R\$ 8,5 bilhões até 31 de Dezembro de 1994 e R\$ 9,5 bilhões até Março de 1995<sup>11</sup>.

Os países desenvolvidos haviam testado o regime monetário descrito acima, e em todos, ele foi abandonado. A ancoragem monetária tal como defendida por Milton Friedman, e a ilusória suposição monetarista de que a demanda por moeda era uma função estável<sup>12</sup>, havia há muito sido comprovada como ineficaz, ainda mais no caso de uma economia como a brasileira que transitou de altíssima inflação para taxas de 2 a 3% ao mês.

#### 1.4-) Eleições

De um lado muitos criticaram a valorização cambial defendida e aplicada pelo Banco Central como forma de garantir o cumprimento formal das metas de expansão da base monetária, mas do ponto de vista eleitoral, a valorização nominal do câmbio era bem conveniente naquele momento. O Real fora criado exatamente a três meses do primeiro turno das eleições presidenciais, quando o

---

<sup>10</sup> Ver Ministério da Fazenda, 1993, p17-18; Presidência da República, 1994 a, p. 2-3; e Presidência da República, 1994b, seção I, p.9767

<sup>11</sup> A medida provisória autorizava o Conselho Monetário Nacional a alterar os tetos de emissão em até 20%, "para atender situações extraordinárias".

<sup>12</sup> Ver, por exemplo, Goodhart, 1995, p. 219-22. Em um trabalho acadêmico, Stanley Fischer observa que a instabilidade da demanda por moeda que se manifestou em muitos países nos anos 70 e 80 inviabilizou o recurso a regras monetárias simples: "There cannot be a case now for ( ... ) putting in place any rule that prescribes by a fixed formula the growth rate of any monetary aggregate or the behaviour of interest rates. Rather, the monetary authorities need to be given flexibility to decide on day to day monetary policy" ( Fischer, 1994, p. 289 ).

candidato Luiz Inácio Lula da Silva, do Partido dos Trabalhadores, liderava as pesquisas de intenção de voto. A nova moeda era então a principal arma do ex-ministro da fazenda, Fernando Henrique Cardoso para tentar virar o jogo naquele momento, e ele pode contar com o apoio maciço de todos os meios de comunicação que fizeram questão de promover o lançamento do Real. A tão criticada valorização nominal da moeda teve naquele instante dois papéis importantes: o primeiro foi acelerar a queda da inflação na reta final para o 1º turno das eleições e o segundo foi contribuir para que o candidato da situação utilizasse incessantemente à exaustão o bordão de que o Real “valia mais que o dólar”. A tabela 8 mostra a evolução da taxa de câmbio do Real com o Dólar.

## 2. O Plano Real

O Plano Real quando foi lançado, no final do governo do presidente Itamar Franco, que naquele instante estava dividido politicamente e fraco, não contou com apoio do Fundo Monetário Internacional – FMI, mas ainda assim, cumpriu o objetivo de acabar com o problema inflacionário brasileiro. O Plano nasceu a partir de 1993, mais especificamente em Junho deste ano, quando o então Ministro da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso, propôs um plano de austeridade chamado “Plano de Ação Imediata”, ( PAI )<sup>13</sup>, que visava o corte de gastos públicos, aumento da arrecadação e aproximação no relacionamento financeiro com os governos estaduais. Mesmo com o sucesso obtido pela equipe econômica para aprovar o PAI, eles chegaram à conclusão de que as medidas eram insuficientes para pôr um fim ao processo inflacionário, ainda que a inflação tenha mostrado uma certa tendência à diminuição. Dentro deste panorama, o Ministro da Fazenda começou a sofrer pressões de vários setores (inclusive do Presidente Itamar Franco) para que introduzisse “medidas efetivas” para baixar a inflação.

Em agosto de 1993, em uma reunião com Fernando Henrique Cardoso e outros membros da equipe (Cf. Dimenstein & Souza, 1994: 94), Edmar Bacha começou a montar uma nova estratégia de combate à inflação, desta vez inspirada no diagnóstico da inflação inercial. Foi daí que surgiu a idéia inicial do que viria a ser o Plano Real.

No mês de dezembro, por meio da Exposição de Motivos 395 de 07/12/1993, FHC acabou propondo um novo programa de estabilização, que se resumia num ajuste fiscal, criação de um sistema de indexação e implantação de nova moeda. A primeira fase do Plano Real, ou o ajuste fiscal foi marcado pela diminuição das transferências do governo federal, alinhada com o corte de despesas e aumento da arrecadação.

Durante o “PAI”, o governo realizou cortes no orçamento da ordem de R\$ 7 bilhões, concentrados, sobretudo nos investimentos e gastos com folha de pagamento. A equipe econômica do governo apoiava de forma unânime a redução do gasto público, como forma de conter a inflação. O intervalo de tempo passado desde a proposição do “PAI” até o surgimento dos próximos passos, leva a crer que o governo não tinha bem traçadas as medidas a serem tomadas, sendo sugeridas à medida que avaliavam os resultados da medida anterior, como sugere Delfim Netto ( 1998 / pg 90 ):

---

<sup>13</sup> Sobre o PAI, vide as seguintes matérias publicadas na imprensa “O governo comprime os gastos” (capa), *Jornal Gazeta Mercantil*, 01/06/1993; “FHC irá à Câmara pedir apoio a projetos”, *Jornal Gazeta Mercantil*, 01/06/92, p. 6; “Ministro quer apoio para pressionar Congresso e reprogramar orçamento”, *Jornal Gazeta Mercantil*, 05-07/06/93, p. 5; “Fazenda pressiona os estados”, *Jornal Gazeta Mercantil*, 08/06/93; “Gustavo franco indica a adoção de medidas duras”, *Jornal Gazeta Mercantil*, 14-16/06/93, p. 3.

*“Examinemos, agora, a forma de fazer a estabilidade perseguida ( com enorme êxito ) pelo Plano Real. A opção foi congelar o câmbio e deixar as coisas caminharem para ver, depois o que fazer.”*

A primeira medida adotada naquele momento foi um aumento de 5% nas alíquotas do Imposto de Renda ( IR ), Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social ( COFINS ), Imposto Territorial Rural ( ITR ) e do Imposto sobre Operações Financeiras ( IOF ), através das Medidas Provisórias número 399 a 402, que foram lançadas no dia 31/12/93<sup>14</sup>.

Ainda dentro do ajuste fiscal proposto, no quesito referente ao aumento da arrecadação, teve como principal componente a criação do chamado Imposto Provisório Sobre Movimentação Financeira, ( IPMF ), popularmente denominado de “Imposto do Cheque”, que incidia sobre todas as operações financeiras de saques, com alíquota de 0,25% do valor da operação. Outro elemento do ajuste fiscal foi a aprovação do Fundo Social de Emergência, ( FSE ), que consistiu numa Emenda à Constituição<sup>15</sup>, dando autoridade ao Presidente para reter até 20% das receitas de todos os impostos federais, e era disponibilizado para uso do governo federal contar com maior fôlego fiscal, desvinculando essa alíquota dos recursos obrigatórios previstos pela constituição de 1988.

Uma primeira análise dessas medidas tomada pelo governo deixa no ar a dúvida sobre a suficiência delas para solucionar os desequilíbrios da economia e o problema da inflação.

A próxima fase do Plano Real, apresentada na Exposição de motivos da criação da URV, nº 47, 27 de fevereiro de 1994<sup>16</sup>, estava relacionada à criação do novo sistema de indexação da economia, a partir de Fevereiro de 1994, de forma diária, através da Unidade Real de Valor, a ( URV ), uma espécie de indexador corrigido pelos principais índices de inflação do período ( IPC-FIPE, IGMP-M, IPCA ). A URV assumiu o papel de “unidade de conta”<sup>17</sup> na economia, transferindo ao Cruzeiro Real o impacto da desvalorização gerada, evitando desta forma que a URV pudesse ser contamina-

---

<sup>14</sup> A legislação é a seguinte: MP 399, transformada na Lei 8847 (29/01/94); MP 400, transformada na Lei 8848 (29/01/94); MP 401, reeditada nas MP 419, 438, 462, 487, 513 e transformada na Lei 8849 (21/06/94); MP 402, transformada na Lei 8849(29/01/94).

<sup>15</sup> Na verdade, a Emenda Constitucional que criou o FSE foi a primeira emenda apresentada ao Congresso Revisor da Constituição de 1988. O Congresso Revisor foi instituído pelo artigo 3º do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias, que previa a revisão da Constituição decorridos cinco anos desde sua promulgação. Ele foi instaurado em outubro de 1993 e previa a possibilidade de reforma da Constituição por meio de maioria simples. O esforço da Revisão fracassou, e a revisão da Constituição foi encerrada em abril de 1994, com apenas cinco emendas constitucionais aprovadas, e apenas uma promulgada pelo Presidente, justamente a que criava o Fundo Social de Emergência. (C. Pio, 2001: 165). Vide também o artigo de Melo (1992: 63-85).

<sup>16</sup> Essa foi a apresentação oficial da reforma monetária, e essencialmente seguiu as idéias já tornadas públicas em 7 de dezembro de 1993 (cf. Exposição de motivos nº 395, que acompanhou o FSE). Antes de o Plano Real ser aprovado pelo Congresso, em 27 de maio (Lei 8.880), o Presidente Itamar Franco teve de enviar três MPs contendo o programa de estabilização: a MP 434 (27 de fevereiro), a MP 457 (27 de março) e a MP 482 (28 de abril).

<sup>17</sup> A moeda assume a função de Unidade de Conta que é um standard em que os preços e as dívidas são indicados; Reserva de Valor, forma intertemporal de guardar o poder de compra; Meio de Pagamento ativo detido como meio de troca.

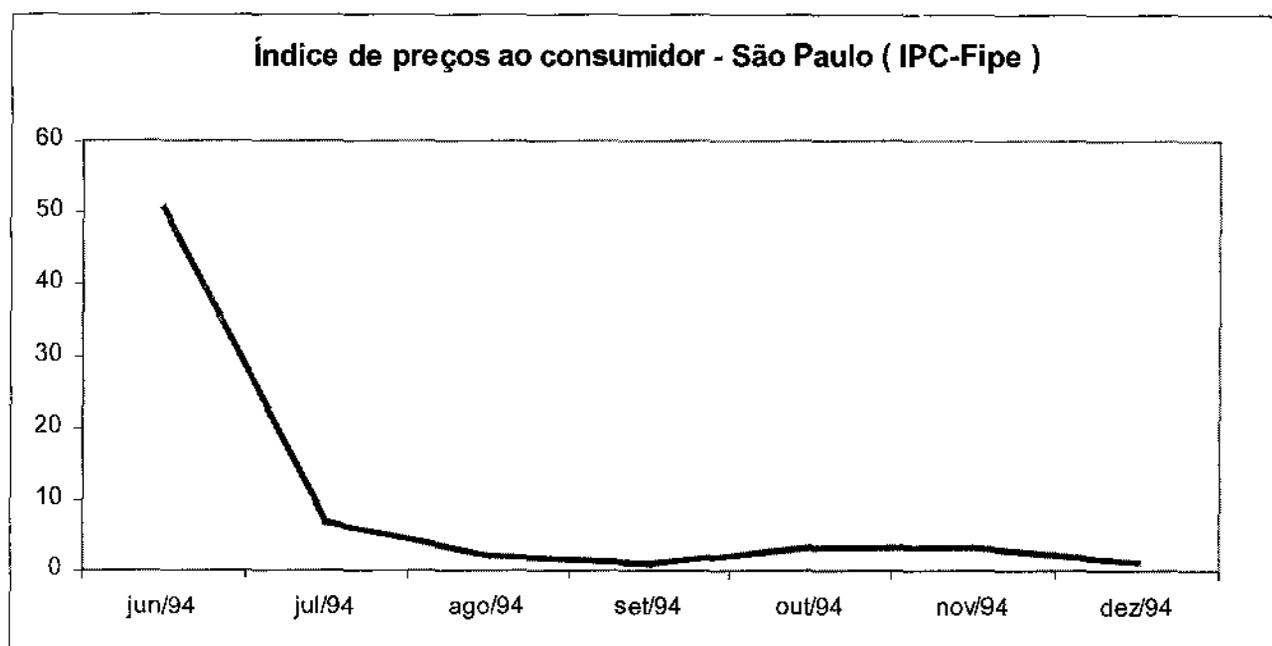
da pela inércia inflacionária. Durante este período, o valor da URV seria o mesmo do dólar, na paridade de um para um, assumindo o valor da própria taxa de câmbio da economia brasileira.

No instante que o governo instituiu a URV na economia, uma imensa gama de preços e rendimentos foram automaticamente convertidos para URV, tantos os contratos, quanto os impostos, salários e preços oficiais. Os outros preços da economia iam sendo convertidos à medida que os agentes econômicos responsáveis por eles iam decidindo atuar de forma voluntária.

Durante este intervalo de tempo, pode-se afirmar que tivemos um sistema bi-monetário em que a URV assumida o papel de unidade de conta e o Cruzeiro Real o papel de meio de troca, já que os preços das mercadorias eram expressos em URV, mas os contratos eram liquidados em Cruzeiros Reais.

Após ter criado o sistema de indexação da URV, o passo seguinte foi à introdução da nova moeda, o Real, num momento em que todos os preços estavam expressos em URV. No momento da troca de moedas, o valor do R\$ era igual ao da URV que era igual ao do US\$ que valia naquele instante CR\$ 2750,00. A conversão dos preços de CR\$ para R\$ se dava então pela divisão do seu valor por 2750 no dia em que se fazia a conversão. O primeiro impacto da mudança foi um momento de aceleração inflacionária como reflexo da tentativa de aumento dos preços promovida por alguns agentes. Parte deste movimento pode ser justificado, como medo de que a seguir fosse implementado um congelamento de preços, e com isso os agentes tentaram então se antecipar para evitarem ser pegos de surpresa.

**Gráfico 6**

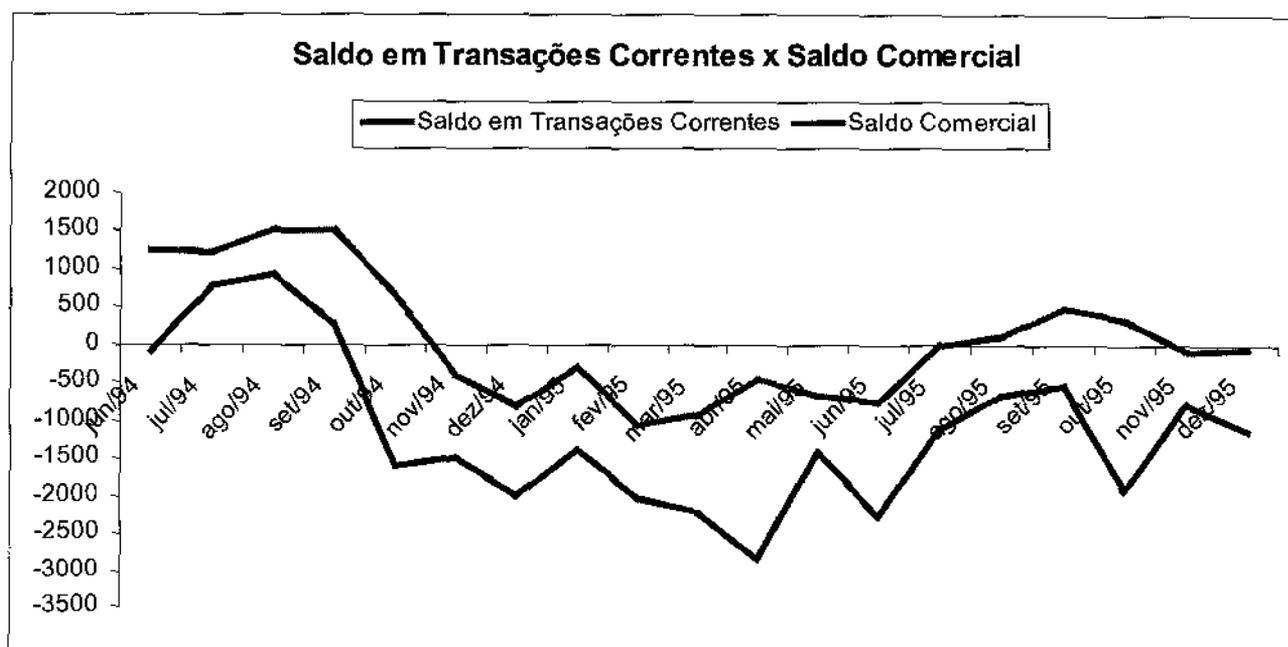


### 3. A Economia Pós Real

No segundo semestre de 1994, com a maxi-valorização do câmbio, o governo aplicou também uma política de abertura do mercado interno às importações, com a finalidade principal de gerar uma pressão em termos de competição externa para os formadores de preço. Como consequência da abertura, o mercado nacional se viu inundado de produtos importados dos mais variados tipos, fazendo a alegria da classe média brasileira naquele momento. Em nome do combate à inflação, o balanço de pagamento em conta corrente foi sacrificado, chegando a ponto de tributarem até mesmo as exportações de produtos com preços em alta no mercado internacional. A equipe econômica do governo declarou inúmeras vezes que o Brasil deveria estar preparado para conviver com déficits comerciais por um longo período.

A balança comercial brasileira deteriorou-se tão rapidamente, que até mesmo aqueles que defendiam a política de déficits externos se viram surpresos naquele instante. Os déficits já eram imensos em Novembro de 1994, pois o superávit de US\$ 1,3 bilhões anterior à reforma monetária e cambial virou um déficit de US\$ 409 milhões em Novembro e de US\$ 809 milhões em Dezembro, reflexo direto do explosivo crescimento das importações<sup>18</sup>. A tabela 7 mostra os principais componentes do balanço de pagamentos brasileiro no primeiro semestre de 1994 comparando com o período equivalente do ano seguinte:

Gráfico 7



<sup>18</sup> Banco Central do Brasil, jun. 1996, p. 158

**Tabela 7**  
**Balço de Pagamentos do Brasil, 1994-96**  
**( Principais Contas )**  
**( Em Milhões de US\$ )**

	1º Sem/94	2º Sem/94	1º Sem/95*	2º Sem/95	1º Sem/96
1. Balança Comercial	6778	3689	-4267	1110	-296
Exportações (FOB)	20101	23444	21449	25057	22919
Importações (FOB)	-13323	-19755	-25716	-23947	-23215
2. Serviços	-6631	-8112	-9671	-8929	-8836
Juros (liq.)	-3257	-3081	-4205	-3953	-4754
Lucros e Dividendos (liq.)	-946	-1620	-2198	-592	-612
Viagens Internacionais (liq.)	-465	-716	-1070	-1349	-1490
Transportes (liq.)	-984	-1457	-1206	-1994	-1105
Outros Serviços (liq.)	-979	-1238	-992	-1041	-875
3. Transferências Unilaterais (liq.)	1239	1349	2060	1913	1591
4. Saldo em Conta Corrente (1+2+3)	1386	-3074	-11878	-5906	-7541
5. Capital**	15032	-738	6443	23377	15767***
Amortizações Pagas	-5283	-5718	-5951	-5075	-6953
6. Erros e Omissões	-72	405	254	1190	.....
7. Resultado Global (4+5+6)	16346	-3407	-5181	18661	.....
8. Financiamento	-16346	3407	5181	-18661	.....
Haveres (= aumento)	-11373	4158	5518	-18437	-8226
Obrigações - FMI	-86	-43	-12	-35	-75
Obrigações de Curto Prazo	-4887	-708	-325	-189	.....
Atrasados	-4903	-750	-298	-212	.....
Outros	16	42	-27	23	.....

(\*) Dados Provisórios; (\*\*) Inclui lucros reinvestidos; (\*\*\*) Inclui erros e omissões e obrigações da autoridade monetária; (-) dados não disponíveis.

Fonte: Banco Central do Brasil

Podemos creditar a diminuição do saldo comercial brasileiro às importações que continuaram crescendo de forma excepcional, mesmo com o crescimento, ainda que moderado, das exportações no período. Em termos de saldo comercial, esse crescimento desenfreado das importações só havia sido visto, no caso brasileiro, no período de 1974 devido à alta no preço do petróleo, ou seja, por fatores exógenos.

A balança de serviços também sofreu com a valorização do Real. O déficit de US\$ 6,6 bilhões no primeiro semestre de 1994 virou déficit de US\$ 9,7 bilhões no mesmo período de 1995. As causas foram basicamente o aumento nas despesas com juros, as remessas de lucros e as despesas com viagens internacionais, como pode ser visto na tabela 7. O saldo em conta corrente virou de um superávit de US\$ 1,4 bilhões na primeira metade de 1994 para um déficit de US\$ 11,9 bilhões na primeira de 1995.

Na primeira fase do Plano Real, o Brasil produziu um desequilíbrio externo próximo àqueles observados nos anos anteriores à crise da dívida externa da década de 80, correspondente a 4,7% do PIB e 62,4% das exportações ( tabela 5 ). A consequência é que ao mesmo tempo em que a economia brasileira lutava para superar definitivamente as consequências trazidas ao longo do tempo pela crise do endividamento, intensamente era levada à condição de acumular passivos externos com o Plano, num ritmo acelerado, da mesma forma que fizera no período responsável pelo estrangulamento cambial dos anos 80. A maxi-valorização cambial e a liberalização das importações diante do aumento da demanda interna, não poderiam gerar outro resultado que não uma deterioração consistente do balanço de pagamentos em conta corrente.

A abertura comercial feita pelo governo não havia sido devidamente planejada, uma vez que não contou com mecanismos antidumping e nem meios de evitar a concorrência desleal dos preços praticados no comércio exterior. Não houve também uma modernização do sistema tributário. Outro agravante era o custo elevado do crédito interno, que prejudicava de forma definitiva a competitividade das empresas brasileiras.

A demanda agregada na economia brasileira cresceu de forma considerável até Março de 1995, trazendo consigo um crescimento das vendas no mercado interno e no consumo, influenciado pelo programa de estabilização. O ajuste fiscal promovido pelo governo, não foi capaz de conter a demanda como esperado, mas naquele momento, nada foi feito tendo em vistas a eleição do final de 1994. As medidas responsáveis pelo processo de contenção do crédito ficaram para depois das eleições, pois o primeiro pacote de medidas nessa direção, só fora anunciado pelo Banco Central em meados de Outubro.

No período analisado acima, correspondente à primeira fase do Plano Real, o que se viu foi uma combinação de crescimento rápido da economia num cenário de queda da inflação. Não fossem pelas condições existentes de assegurar a expansão da oferta agregada, a demanda não teria conse-

guido se expandir ao passo que a inflação recuava, pois os longos anos de recessão da economia permitiram que houvesse uma capacidade ociosa acumulada na indústria. No entanto a crise mexicana ocorrida neste período contribuiu para que o superávit da conta de capitais do balanço de pagamentos brasileiro despencasse ( tabela 7 ), e as reservas do Banco Central foram do patamar de US\$ 39,5 bilhões em Novembro de 1994 para US\$ 29,9 bilhões em Abril de 1995 ( tabela 3 ). A queda observada nível das reservas foi maior do que o montante disponível na época em que lançaram o Plano Cruzado, por exemplo. Isso mostra que não fosse pela acumulação feita até Junho de 1994, seria pouco provável que o Plano Real resistisse às turbulências trazidas pela crise mexicana. Com a diminuição das reservas, o programa de estabilização corria sérios riscos e com isso o governo teve que corrigir os rumos da política econômica.

### **3.1-) Uma Avaliação**

O resultado parcial da primeira fase do Plano Real foi um cenário de ganhos obtidos com a redução da inflação, combinado com insustentável desequilíbrio externo. O governo do presidente Fernando Henrique Cardoso tinha o grande desafio de corrigir o desequilíbrio externo da economia sem voltar atrás no processo de combate à inflação. A maior dificuldade a ser vencida aqui, era o fato de exatamente a inflação ter cedido em função das medidas diretamente responsáveis por agravar os déficits comercial e de conta corrente. O governo queria evitar a qualquer custo o risco de retorno da reindexação da economia, pois fora o resultado positivo no combate à inflação o responsável pela vitória de Fernando Henrique já no 1º turno das eleições presidenciais, constituindo-se do grande trunfo político do governo. Caso fosse permitido o retorno da inflação, o compromisso assumido com o eleitorado seria quebrado e enfraqueceria de forma definitiva o governo. Basta lembrar do governo Sarney que viu sua derrocada quando o Plano Cruzado acabou.

A primeira medida tomada pelo Banco Central foi utilizar as reservas internacionais disponíveis para manter a taxa de câmbio, que durou apenas até Abril por ser uma medida de fôlego curto. Foi a partir de Março que o governo optou por adotar uma política de cunho mais agressivo visando conter o avanço da demanda agregada e atrair capitais externos de curto prazo para tentar reequilibrar as contas externas sem prejudicar a estabilização monetária. Naquele instante, retraindo a demanda teria duas principais consequências: diminuir o acentuado déficit na conta corrente e pressionar para baixo a alta dos preços dos bens e serviços, estes sim os principais responsáveis pela pressão que vinha sofrendo a taxa de inflação desde a metade de 1994. O governo mudou a política cambial.

Diante de todas as medidas possíveis, o governo não deixou as políticas cambial e comercial em segundo plano, pois mesmo contrariado acabou revertendo de forma parcial a política de liberalização comercial, puxando para cima as tarifas de importação para automóveis a partir de Março e de

outros bens duráveis. Também adotou quotas de importação para alguns produtos. O mês de Março contou ainda com uma minidesvalorização do câmbio que acabou sendo causa direta de um ataque especulativo contra o Real levando o Banco Central a perder nova quantidade expressiva de reservas. Para conter este movimento, o Banco Central elevou drasticamente as taxas de juros e adotou um regime de bandas cambiais.

O câmbio que vinha oscilando na faixa de 83 a 86 centavos de real por dólar, agora tinha uma banda determinada que ia do piso de 88 até o teto de 93 centavos por dólar. O que protegia esta banda eram as taxas de juros extremamente elevadas e a atuação do governo aumentando a oferta de títulos públicos indexados ao câmbio.

A mudança tomada pelo governo, ao mudar as políticas cambial e comercial, não era suficiente para reverter a situação do desequilíbrio no balanço de pagamentos em conta corrente, pois conter as importações afetou apenas uma parte do problema e não causou o aumento da tarifa média<sup>19</sup>. Depois de variados protestos de parceiros comerciais do Brasil, principalmente da Argentina, levaram o governo brasileiro a recuar de algumas medidas de restrição das importações.

A desvalorização nominal adotada em Março de 1995 não impactou a posição da taxa de câmbio em termos reais, e como pode ser visto na tabela 8 a taxa bilateral com o dólar retornou ao nível de Fevereiro em apenas quatro meses. Depois disso manteve-se estável com leve tendência à queda<sup>20</sup>.

---

<sup>19</sup> A tarifa média de importação aumentou de 11,3% em Dezembro de 1994 para 13,9% em Dezembro de 1995 ( Universidade Federal do Rio de Janeiro, Abr. 1996, p. 38 ).

<sup>20</sup> Confederação Nacional da Indústria, 1996, p. 21. Depois de uma recuperação em março e abril de 1995, o índice da taxa efetiva de câmbio do real, calculado com base em índices de preços ao consumidor, declinou de forma gradual até o fim de 1995, estabilizando-se daí em diante. A valorização efetiva acumulada desde a introdução do real era de 32% em junho de 1996. Essa cesta de moedas é calculada com base na participação dos dez países nas pautas de exportação e importação brasileiras no período 1991-93 ( idem, ibidem ). Estimativa do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, aponta também para uma valorização real de 31% em termos efetivos, quando se compara a taxa de câmbio média do primeiro semestre de 1996 com a do primeiro semestre de 1994, utilizando-se o INPC como indicador de inflação doméstica e índices de preços por atacado como indicadores de inflação externa ( Universidade Federal do Rio de Janeiro, jul. 1996, p. 11 )

**Tabela 8**  
**Evolução da taxa de câmbio do real com o dólar, 1994-96**

Período	Taxa de Câmbio	Varição Mensal da taxa de câmbio ( Em % )	Índice da taxa de câmbio real** ( INPC )	Índice da taxa de câmbio real** ( IPA-DI )
1994 Jan.	390,83	39,90	95,28	88,04
Fev.	550,79	40,93	95,86	86,71
Mar.	768,11	39,46	93,77	84,59
Abr.	1.109,55	44,45	94,90	87,24
Mai.	1.585,46	42,89	95,09	90,02
Jun.	2.289,67	44,42	92,97	89,78
Jul.	0,93	11,10	78,18	81,10
Ago.	0,90	-3,03	74,70	75,76
Set.	0,86	-3,79	71,07	71,40
Out.	0,84	-2,20	67,65	67,99
Nov.	0,84	-0,47	65,51	66,54
Dez.	0,85	0,95	65,03	67,25
1995 Jan.	0,85	-0,35	64,10	66,88
Fev.	0,84	-0,71	63,29	66,46
Mar.	0,89	5,72	66,07	69,64
Abr.	0,91	2,14	66,07	70,27
Mai.	0,90	-1,21	64,04	71,05
Jun.	0,91	1,90	63,97	71,50
Jul.	0,93	1,64	63,46	71,08
Ago.	0,94	1,40	63,86	70,66
Set.	0,95	1,17	64,03	73,39
Out.	0,96	0,84	63,84	73,98
Nov.	0,96	0,42	63,15	73,40
Dez.	0,97	0,42	62,33	74,36
1996 Jan.	0,97	0,67	62,22	74,17
Fev.	0,98	0,68	62,41	74,18
Mar.	0,99	0,53	62,87	74,90
Abr.	0,99	0,42	62,76	75,60
Mai.	0,99	0,52	62,44	75,39
Jun.	1,00	0,61	62,15	75,31

(\*) Taxa de câmbio comercial de compra. Média dos dados diários. De Janeiro a Junho de 1994, valores em Cruzeiros reais. A partir de Julho de 1994, valores em reais; (\*\*) Taxa de câmbio nominal ajustada pelo diferencial de inflação com os EUA. Deflatores: Brasil - INPC ( Índice Nacional de Preços ao Consumidor ); EUA - IPC ( Índice de Preços ao Consumidor ). Base: Jan/92 = 100. Em Junho de 1994, foi usada a variação do IPC - FGV medido em cruzeiros reais; (\*\*\*) Taxa de câmbio nominal ajustada pelo diferencial de inflação com os EUA. Deflatores: Brasil - IPA - DI ( Índice de Preços por Atacado - Disponibilidade Interna ); EUA - IPP ( Índice de Preços ao Produtor ). Base: Jan/92 = 100

Fontes: Dados Brutos - Banco Central do Brasil, Fundo Monetário Internacional

O panorama dado era este, e a única forma de tentar trazer de volta o equilíbrio nas contas externas do país seria por meio de uma forte redução da demanda interna e isso só aconteceria com uma intensa restrição ao crédito, já que a política fiscal nunca havia sido o ponto forte do Plano Real, e nem teria como dar o resultado em curtíssimo prazo como necessário. A partir de Março então, o governo fixou as taxas de juros em patamares elevados, figurando com a mais alta em termos reais se comparada com outros países ( tabelas 9, 10 e 11 ), ampliou o nível dos depósitos compulsórios

aos bancos sobre os depósitos à vista e a prazo e criou um compulsório sobre os empréstimos e financiamentos bancários.

**Tabela 9**  
**Taxas de Juro nos Países do G7**

País	Taxa de Juro Nominal*	Inflação**	Taxa de Juro Real
	( % a.a ) 1 )	( % a.a ) ( 2 )	( % a.a ) ( 3 ) = ( 1 ) / ( 2 )
Alemanha	4,55	3,70	0,82
Canadá	7,34	4,20	3,01
Estados Unidos	6,02	4,10	1,84
França	7,05	2,90	4,03
Itália	10,13	7,80	2,16
Japão	1,35	-2,20	3,63
Reino Unido	6,69	5,70	0,94

( \* ) Meados de Maio de 1995. Taxas para prazos de 3 meses no mercado monetário. ( \*\* ) Índices de preços ao consumidor. Média do período fev./95 a abr./95 comparada com a média dos 3 meses precedentes, a taxas anualizadas. No caso do Canadá e Japão, média do período jan./95 a mar./95 comparada com a média dos 3 meses precedentes, a taxas anualizadas.

Fonte: Dados brutos - The Economist

**Tabela 10**  
**Taxas de Juro em outros Países Desenvolvidos**

País	Taxa de Juro Nominal*	Inflação**	Taxa de Juro Real
	( % a.a ) 1 )	( % a.a ) ( 2 )	( % a.a ) ( 3 ) = ( 1 ) / ( 2 )
Austrália	7,70	6,90	0,75
Áustria	4,66	4,60	0,06
Bélgica	5,13	2,30	2,77
Dinamarca	6,65	2,10	4,46
Espanha	9,31	7,80	1,40
Holanda	4,50	3,80	0,67
Suécia	8,70	4,40	4,12
Suíça	3,38	6,00	-2,47

( \* ) Meados de Maio de 1995. Taxas para prazos de 3 meses no mercado monetário. ( \*\* ) Índices de preços ao consumidor. Média do período fev./95 a abr./95 comparada com a média dos 3 meses precedentes, a taxas anualizadas. No caso da Austrália, Áustria e Dinamarca, média do período jan./95 a mar./95 comparada com a média dos 3 meses precedentes, a taxas anualizadas.

Fonte: Dados brutos - The Economist

**Tabela 11**  
**Taxas de Juro em outros Países Seleccionados da África,**  
**Ásia, América Latina e Europa Oriental**

País	Taxa de Juro Nominal* ( % a.a ) 1)	Inflação** ( % a.a ) ( 2 )	Taxa de Juro Real ( % a.a ) ( 3 ) = ( 1 ) / ( 2 )
África do Sul	14,35	10,66 mar.	3,34
Argentina	21,20	(0,49) abr.	21,79
Brasil	64,80	22,49* abr.	34,54
Chile	12,68	6,46 abr.	5,84
Cingapura	1,50	(2,40) mar.	4,00
Coréia do Sul	15,20	9,71 abr.	5,00
Filipinas	11,81	6,70 mar.	4,79
Grécia	16,27	16,59 abr.	-0,27
Hong Kong	6,26	9,5*** mar.	-2,96
Hungria	35,75	48,93 abr.	-8,85
Índia	11,40	0,00 fev.	11,40
Indonésia	16,00	14,53 abr.	1,29
Israel	11,70	2,84 abr.	8,62
Malásia	5,95	2,83 abr.	3,04
México	60,98	71,58 mar.	-6,18
Polónia	28,03	35,12**** mar.	-5,24
Portugal	10,08	9,81 mar.	0,25
República Tcheca	9,95	8,66 abr.	1,19
Rússia	242,36	205,20*** abr.	12,18
Tailândia	13,50	13,65 abr.	-0,13
Taiwan	7,00	4,40*** abr.	2,49
Turquia	75,59	88,42 abr.	-6,81
Venezuela	17,50	46,53 abr.	-19,81

( \* ) Taxas de juro de curto prazo em maio de 1995. ( \*\* ) Índices de preços ao consumidor. Corresponde, salvo indicação em contrário, à taxa de inflação anualizada do período de 3 meses, até março ou abril de 1995. ( \*\*\* ) INPC: Variação sobre igual mês do ano anterior. ( \*\*\*\* ) Taxa de inflação anualizada do quadrimestre nov/94-mar/95.

Fonte: Dados brutos - The Economist, Fundo Monetário Internacional e IBGE

A partir do instante em que o Banco Central colocou em prática a estratégia da elevação dos juros combinada com o arrocho do crédito, surgiu a expectativa de que a conta de capitais do balanço de pagamentos melhoraria, pois se criou as condições necessárias para desestimular a saída de capitais do país, atrair os capitais de curto prazo estrangeiros e incentivar as empresas nacionais a buscar crédito externo alavancando a entrada de recursos provenientes do exterior. Com a outra face da estratégia, de contenção da demanda interna, se esperava que as importações fossem reduzidas e que as empresas ampliassem as exportações. Esta política recessiva do governo trouxe efeitos positivos para o balanço de pagamentos, atingindo superávit de US\$ 1,1 bilhão no segundo semestre e

reduzindo o déficit em conta corrente para US\$ 5,9 bilhões, praticamente a metade do valor apurado no primeiro semestre de 1995 ( tabela 8 ).

O Banco Central do Brasil ampliou a banda cambial em Junho de 1995 para 91 a 99 centavos de real por dólar, e iniciou um movimento de redução das taxas de juros. No início de 1996, nova mudança na banda cambial que passou a variar entre 97 e 106 centavos de real por dólar.

Outros reflexos das políticas sobre a economia brasileira passavam pelo crescimento do endividamento das empresas e consumidores, dentro de uma conjuntura composta por queda nas vendas domésticas, e alto nível de desemprego, sobretudo no setor industrial. A combinação da abertura às importações com a sobre-desvalorização do câmbio doeu amargamente para as empresas brasileiras.

O setor bancário brasileiro foi outra vítima da recessão por meio do crescimento da inadimplência na economia e da queda nos ganhos obtidos com a inflação, que até então figuravam como parcela importante nos resultados positivos do setor. Pode-se dizer que os mecanismos de restrição ao crédito aliado com o crescimento da inadimplência deterioraram intensamente a qualidade dos ativos dos bancos<sup>21</sup>. Dois dos maiores bancos comerciais privados do Brasil sofreram intervenção do Banco Central no segundo semestre de 1995, o Econômico e o Nacional, mas as dificuldades de liquidez se estenderam a outros, obrigando uma atuação intensa do governo no socorro às instituições financeiras mais fragilizadas, através do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional – PROER e de outros mecanismos<sup>22</sup>.

O setor público foi outro que sofreu as conseqüências da política de correção do desequilíbrio nas contas externas, com a queda nas receitas tributárias e aumento nas despesas com o seguro desemprego. A política de juros altos afetou o custo da dívida de curto prazo do Tesouro, e boa parte da dívida mobiliária, estadual e municipal, teve que ser absorvida pelo Banco Central. No ano seguinte, a situação fiscal brasileira ainda era desconfortável, mesmo com o ambiente de queda das taxas de juros sobre a dívida pública, do congelamento dos salários dos servidores públicos federais e dos aumentos abaixo da inflação para o salário mínimo e demais benefícios previdenciários<sup>23</sup>.

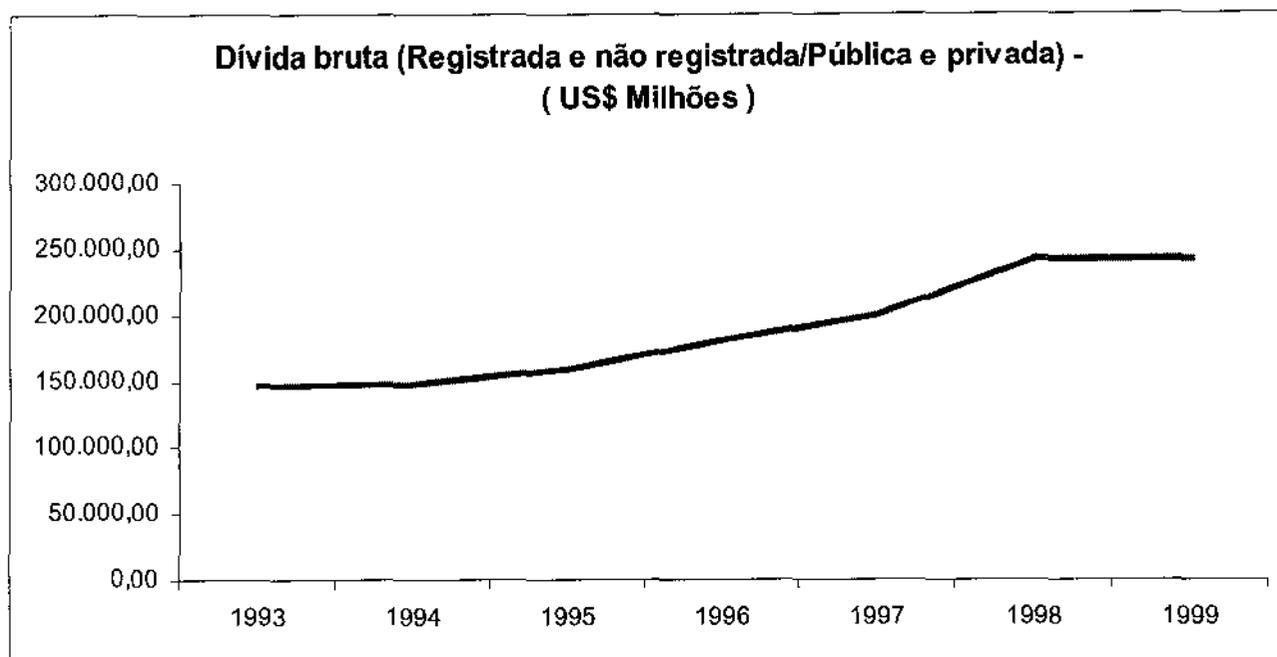
---

<sup>21</sup> Entre julho de 1994 e abril de 1996, os empréstimos do sistema financeiro em atraso e em liquidação mais do que triplicaram, passando de R\$ 12,4 bilhões para R\$ 41,9 bilhões. Nesse período, as operações em atraso e em liquidação aumentaram de 7,6% para 15,3% do total dos empréstimos do sistema financeiro ( Banco Central do Brasil, jul. 1996, p. 93, 97 ). Os dados não incluem créditos em liquidação de três instituições financeiras. Em geral, o Banco Central considera créditos em atraso as operações vencidas há mais de 60 dias. Os créditos em liquidação são as operações vencidas há mais de 180 dias com garantias consideradas insuficientes e há mais de 360 dias com garantias suficientes ( idem, p. 92 ).

<sup>22</sup> Entre novembro de 1995 e junho de 1996, a liberação líquida de recursos por conta do PROER alcançou R\$ 8,8 bilhões ( Banco Central do Brasil, 19 jul. 1996, Quadro IV ).

<sup>23</sup> Por medida provisória, o salário mínimo e os benefícios previdenciários foram reajustados, respectivamente, em 12% e 15% a partir de maio de 1996. Pela mesma medida provisória, revogou-se dispositivo que assegurava reajustes do salário mínimo em maio de cada ano e a data de reajuste dos benefícios da Previdência foi transferida de maio para

Gráfico 8



Na seqüência do plano, mesmo com a introdução de certa flexibilização do crédito e redução das taxas de juros, os resultados fiscais parecem não dar alicerce para a consolidação do programa de estabilização, e o governo se vê obrigado a ceder às pressões de alguns setores que sofrem as conseqüências da política macroeconômica, como a agricultura, os Estados, o sistema bancário, entre outros. No congresso há muita resistência política aos projetos que o governo defende como fundamentais, sejam as reformas tributária, administrativa e previdenciária, seja a privatização das empresas estatais, entre outros, o que coloca em xeque a sustentabilidade da política econômica do governo naquele instante. Por fim, a conjuntura de políticas de juros e de câmbio, que era pra ser provisória, vai tomando caráter permanente e sendo prorrogada indefinidamente, desta forma, os mecanismos que foram implantados para dar tempo de superar os problemas financeiros do setor público, acabaram por agravá-los e atrasar a consolidação do programa de estabilização.

### 3.2-) Mais Conseqüências do Plano

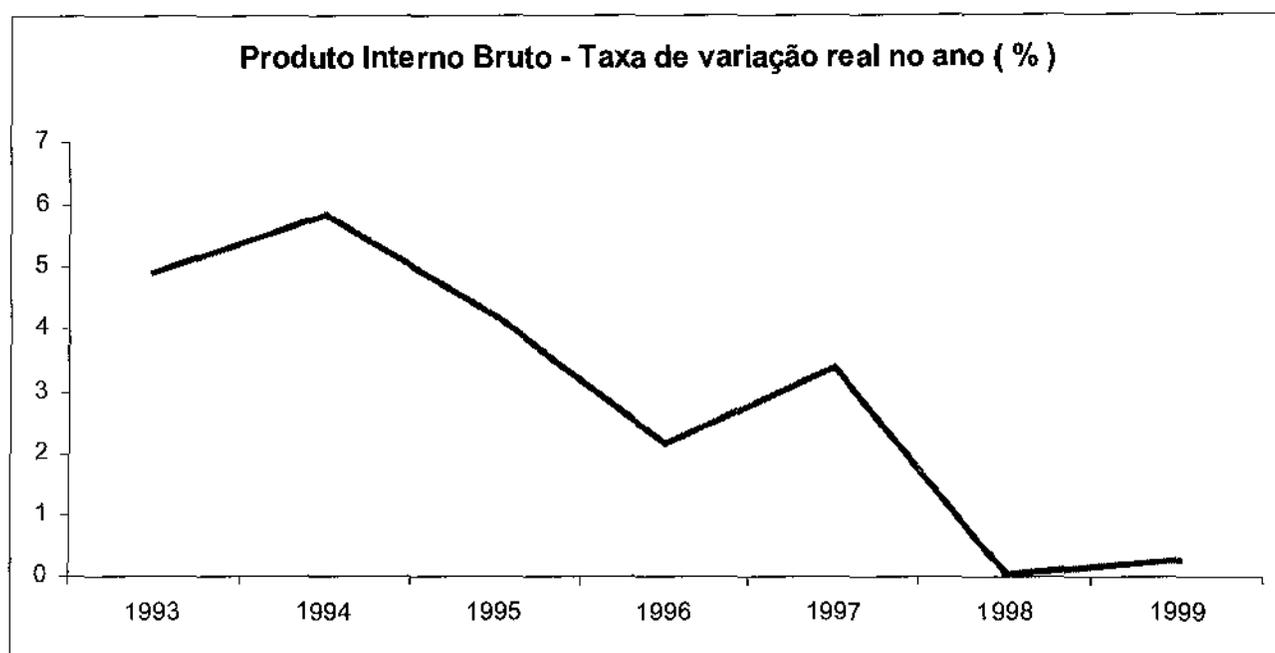
Após dois anos de Plano Real, a inflação manteve trajetória decrescente, ainda que o setor produtivo continuasse sofrendo as duras conseqüências da política de juros alto, combinada com o câmbio sobrevalorizado. O governo conseguiu reequilibrar o balanço de pagamentos, financiando o déficit em conta corrente, e acumulando reservas novamente a partir de julho de 1995. O governo Fernando Henrique Cardoso, deixava clara a sua opção pelo combate à inflação ainda que o preço

---

junho ( Banco Central do Brasil, jun. 1996, p. 16 ). Nos 12 meses até abril de 1996, a taxa de inflação, medida por índi-

social a ser pago fosse alto, dadas as condições de juros elevados, câmbio sobrevalorizado, desemprego crescente, recessão, crescimento pífio da economia. Os resultados fiscais do plano de estabilização eram pífios, e a política fiscal dependia da manutenção de mecanismos antes anunciados como provisórios como o Fundo Social de Emergência – FSE, que passou a se chamar Fundo de Estabilização Fiscal – FEF, e do Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira – IPMF, que depois passou a chamar Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira – CPMF, já extinta no governo do presidente Lula. A redução real do salário mínimo, a contenção dos reajustes do funcionalismo público, e outras contenções de despesas fechavam o pacote de medidas para contribuir com a política fiscal.

Gráfico 9



Nas palavras de Paulo Nogueira Batista Junior<sup>24</sup>:

*“O governo reconhece, pelo menos retoricamente, a fragilidade fiscal do programa de estabilização e os efeitos perversos de um período de juros altos. Mas a coalizão política que o sustenta, integrada pelos setores que sempre conviveram sem problemas com, ou até se beneficiaram do regime inflacionário e da indisciplina fiscal e financeira, freqüentemente nega o apoio a mudanças de fundo no campo da organização, controle e financiamento do Estado brasileiro.”*

ces de preços ao consumidor, ficou em torno de 20% (idem, p. 71-72).

<sup>24</sup> JUNIOR, Paulo Nogueira Batista. O Plano Real à Luz da Experiência Mexicana e Argentina. Estudos Avançados 10 (28), 1996.

Diante desta situação os dois possíveis cenários seriam de a economia se reaquecer e com isso o desequilíbrio externo voltar a crescer, ou a economia manter a recessão e os problemas de fragilidade do sistema financeiro, déficit público e desemprego não serem resolvidos.

Em 1995, o Banco Central promoveu um afrouxamento das restrições ao crédito e redução das taxas básicas de juros o que influenciou positivamente a demanda interna e o nível de atividade, mas não reduziu de forma significativa o desemprego. Uma taxa de crescimento de 6% seria ideal para a recuperação do mercado de trabalho, mas seus reflexos na balança de pagamentos seriam desastrosos. Já uma taxa de crescimento que não comprometesse o equilíbrio das contas externas não seria capaz de resolver o problema do desemprego ( Batista Jr., 1996 ).

As opções tomadas na condução da política macroeconômica brasileira acabaram por não garantir condições iguais para as empresas nacionais competirem com as internacionais, tanto no mercado externo quanto no mercado interno por meio das importações favorecidas pelo câmbio. A estrutura tributária brasileira não havia sido ajustada naquele momento em que o governo promoveu a mal-preparada abertura da economia, com redução das barreiras tarifárias e não-tarifárias às importações, que já vinham desde 1990. A condução da política cambial acabou sendo o “calcanhar de Aquiles” do Plano Real, encarecendo a produção doméstica, o que dificultou o comércio externo brasileiro. Os salários brasileiros medidos em dólares ficaram mais caros, diminuindo a relação câmbio salário ( tabela 12 ).

**Tabela 12**  
**Brasil: relação câmbio/salário industrial, 1994-96**

Ano	Mês	Índice do Salário Nominal por Trabalhador*	Índice da Taxa de Câmbio Nominal**	Índice da Relação Câmbio/Salário
1994	Jun.	100,00	100,00	100,00
	Set.	107,57	103,65	96,36
	Dez.	128,75	101,85	79,10
1995	Mar.	132,63	106,53	80,32
	Jun.	145,77	109,54	75,14
	Set.	148,49	114,22	76,92
	Dez.	168,29	116,14	69,01
1996	Mar.	169,61	118,44	69,83
	Jun.	174,37	120,22	68,95

( \* ) Folha de pagamentos dividida pelo total de pessoas empregadas; ( \*\* ) Taxa de Câmbio comercial de compra com o dólar dos EUA. Média dos dados diários.

Fontes: Dados brutos - Banco Central do Brasil, Confederação Nacional da Indústria e jornais diários.

## Conclusão

O processo de controle da inflação passou por várias fases como mostrado no trabalho. É evidente o resultado positivo que foi obtido, diante das medidas tomadas. O fator primordial do fim da inflação através do Plano Real foi sem dúvida a taxa de câmbio. A equipe econômica, no entanto atribui o processo à combinação de todos os elementos descritos nos capítulos anteriores.

A fase do ajuste fiscal, não mostrou os resultados esperados, e foi a partir daí que nasceram os outros elementos aplicados contra a inflação inercial, conforme avaliavam os membros responsáveis pela política econômica antiinflacionária do governo.

A medida inicial do Plano foi fixar tudo em URV, que era uma espécie de moeda que se autocorrigia todos os dias. Os salários foram fixados em URV ( com base na média de Novembro/1993 a Fevereiro/1994 ), algo nunca antes visto no Brasil, já que os trabalhadores sempre resistiram à idéia de congelar os salários pela média. A diferença naquele momento era exatamente o fato de os salários terem sido estabelecidos em URVs, “uma coisa meio mística que tinha uma certa graça” ( Netto, 1998 ). Logo no início da conversão, foi aplicada sobre os salários a correção da própria URV, e todo mundo esqueceu que os salários haviam sido fixados pela média.

Em Julho de 1994, foi feita a conversão para a nova moeda, o Real. Naquele instante, 2750 unidades da moeda antiga, o Cruzeiro, passariam a valer R\$ 1,00 que era a mesma coisa que US\$ 1.00. A partir desse momento, os preços no Brasil vieram abaixo de forma imediata.

O que se viu na seqüência foi uma estabilização dos preços ( ressaltando que subiam cerca de 1 a 1,5% ao mês, o que comparado com os níveis anteriores, dava clara impressão de estabilidade ), e a recuperação do crédito. A demanda cresceu rapidamente, favorecendo uma forte expansão da economia.

Diante da nova situação da economia brasileira, finalmente parecia que o problema da inflação e da instabilidade havia sido eliminado, promovendo um ambiente de intenso crescimento econômico como não era visto havia anos. O governo havia feito a promessa de que eliminaria com o Plano Real todos os problemas que avaliavam perpetuar na economia brasileira, desde o problema fiscal quanto as distorções da intermediação financeira. Diziam que reduziriam o “custo Brasil” e promoveriam o aperfeiçoamento do Estado.

Diante das expectativas da equipe econômica quando da implementação do Plano Real, cabe salientar que, num ambiente convivendo com câmbio sobrevalorizado, a primeira coisa que ocorre é o país em questão, sacar sobre o exterior. O déficit do governo passa a ser financiado com o déficit em conta corrente. A situação piora e começa a surgir a percepção de que tal panorama é insustentável. A saída encontrada diante disso tudo é o governo agir reprimindo o processo produtivo, uma vez que o crescimento do produto interno eleva o crescimento das importações, e as exportações

não conseguem crescer diante do câmbio sobrevalorizado. O crescimento do produto aumenta o “rombo” nas contas-correntes, e como a equipe econômica objetivava desde o início manter a estabilidade, a saída seria reduzir o nível de crescimento.

Esse era o diagnóstico que os formuladores de política econômica haviam dado à economia, restando apenas definir de que forma reduziriam o crescimento. Isso foi feito através da combinação da política de altas taxas de juros com restrição do crédito. Conclusão: teve-se uma rápida queda do preço com rápida expansão do produto seguida de uma recessão.

O Plano Real de fato foi bem sucedido no combate e controle da inflação, mas colocou o país numa espécie de armadilha que o impedia de crescer de forma sustentável. Restrição de crédito com elevadas taxas de juros faz com que cada vez que a economia comece a crescer, o déficit em conta corrente se amplie, exigindo então nova redução da atividade, num processo que foi chamado de “stop and go” por vários economistas que estudaram e analisaram o plano. O governo justificava o constrangimento ao crédito como tentativa de controlar o consumo que defendia estar em níveis elevados, mas uma análise cuidadosa da situação, levava a crer que não era outra a intenção senão acertar o balanço em contas-correntes. A manutenção dos juros elevados, tinha o duplo propósito de financiar o déficit em contas-correntes e acumular reservas.

Frente à armadilha do crescimento imposta ao Brasil, o governo numa grande sacada passou a defender o aumento das exportações como forma de resolver a ausência de crescimento da economia. Esta medida não se mostrou suficiente para eliminar a restrição externa via redução dos impostos nas exportações ( algo extremamente sensato uma vez que ninguém cobrava imposto na exportação, que deveria ser cobrado no destino ), nem via diminuição do “custo Brasil”:

*“...não basta resolver os problemas dos portos, porque quando eu melhoro as condições operacionais portuárias, eu reduzo o custo das exportações mas reduzo, também, o custo das importações. De forma que a relação entre os preços dos produtos que se chamam “tradables” e “non-tradables” fica a mesma e isso não vai eliminar o desequilíbrio. Estimula a exportação, mas também estimula a importação e não estimula o aparecimento do saldo.” ( Netto, 1998, pág 96 ).*

O caminho escolhido pelo governo, via aumento das exportações era sensato, mas exigiria que este aumento se desse de forma robusta, não da maneira tímida como foi feito. O erro na condução desta medida foi a escolha de aumentar as exportações aliadas com a manutenção da taxa de câmbio sobrevalorizada, fator determinante do nível da atividade comercial com o mercado externo naquele instante.

Houve além do déficit em conta corrente, outro fator importante para a falta de crescimento econômico pós-plano de estabilização, a ausência de investimentos na infra-estrutura. Naquele instante, o Brasil passava por 12 anos de ausência de investimentos na infra-estrutura rodoviária, ferroviária, de energia, etc, o que acentuou de forma direta nas restrições produtivas do mercado nacional. A manutenção das reservas e controle da base monetária exigia a emissão de crescente dívida pública, canalizando assim toda a poupança pública que deveria ser utilizada pra investimentos. O pagamento de juros da dívida pública chegou a ser de aproximadamente 4% do PIB em 1996.

Todo o processo de estabilização aplicado no Brasil se resume à ausência do crescimento econômico dado pela armadilha em que colocaram a nossa economia: o erro do câmbio impediu a nossa economia de crescer ao desestimular as exportações, eliminou toda poupança pública e expandiu de forma dramática as despesas públicas, inclusive os juros.

## Bibliografia

ALMEIDA, Júlio S. G. de & BELLUZZO, Luís G. M. Depois da Queda: A Economia Brasileira da Crise da Dívida aos Impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002. cap VIII

BANCO Central do Brasil. Brasil Programa Econômico, v.14, fev. 1987.  
\_\_\_\_\_. Brasil Programa Econômico, v.32, mar. 1992.  
\_\_\_\_\_. Boletim, v. 31, Relatório 1994.  
\_\_\_\_\_. Boletim, v. 32, Relatório 1995.  
\_\_\_\_\_. Boletim, v. 32, n. 6, jun. 1996  
\_\_\_\_\_. Boletim, v. 32, n. 7, jul. 1997

BATISTA JR., Paulo Nogueira. O Consenso de Washington: a visão neoliberal dos problemas latino-americanos. Programa Educativo Dívida Externa – PEDEX, Caderno Dívida Externa, n.6, 2.ed, nov. 1994.

BATISTA JR., Paulo Nogueira. Hiperinflação, ajuste fiscal e regressão monetária. Novos Estudos Cebrap, n. 36, jul. 1993<sup>a</sup>.

BATISTA JR., Paulo Nogueira. O Plano Real à Luz da Experiência Mexicana e Argentina. Estudos Avançados 10 ( 28 ), 1996

BACHA, Edmar. O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro. Revista de Economia Política, v.14, n.1, jan./mar. 1994.

BACHA, E. L. Plano Real: Uma Avaliação. In: Aloizio Mercadante. O Brasil Pós Real – A Política Econômica em Debate. Unicamp/1998

BAER, Mônica. O Rumo Perdido: A Crise Fiscal e Financeira do Estado Brasileiro. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993. cap.4

BALTAR, Paulo E. A. & DEDECCA, Cláudio S. & HENRIQUE, Wilnês. Mercado de Trabalho e Exclusão Social no Brasil. In OLIVEIRA, Carlos A. B. & MATTOSO, Jorge E. L. Crise e Trabalho no Brasil. Campinas: Fecamp/Scritta, 1996

CARVALHO, Carlos E. Bloqueio de Liquidez e Estabilização. O Fracasso do Plano Collor. Campinas, IE/UNICAMP, Tese de Doutorado, 1996. cap. 1 (itens 1.2 e 1.3) e cap. 4

CARVALHO, F. J. C. Alta Inflação e Hiperinflação: Uma Visão Pós-Keynesiana. Revista de Economia Política. vol. 10. nº. 4 (40). Pág. 62-82. Outubro-Dezembro/1990

CASTRO, A. B. Estabilizar e Crescer: o Paradoxo do Desajuste na Estabilidade. In: João Paulo dos Reis Velloso – O Real e o Futuro da Economia. Pág 47-76. José Olympio/1995.

DIMENSTEIN, G.; SOUZA, J. Uma história real. São Paulo: Ed. Folha de São Paulo, 1994.

FILHO, F. F. O Legado do Plano Real: Uma Estabilização Sem Crescimento Econômico. Revista Análise Econômica, Março de 2001.

FRANCO, G. H. B. O Plano Real e Outros Ensaios. Cap. 2, 3 e 6. Livraria Francisco Alves Editora SA. 1995

FRANCO, G. H. B. A Inserção Externa e o Desenvolvimento. Revista de Economia Política. Julho-Setembro/1998. Em: <http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/insercao.pdf>

FISCHER, Stanley. Modern Central Banking. In: Forest Capié, Charles Goodhart; Stanley Fischer & Norbert Schnadt ( orgs. ). The Future of Central Banking. THE TRICENTENARY SYMPOSIUM OF THE BANK OF ENGLAND, Cambridge: Cambridge University Press, 1994.

HENRIQUE, Wilnês. O Capitalismo Selvagem: Um Estudo sobre Desigualdade no Brasil. Cap. 2, menos o item 2.1.

KANDIR, ANTONIO. A Dinâmica da Inflação. Uma análise das Relações entre Inflação, Fragilidade Financeira do Setor Público, Expectativas e Margens de Lucro, v. 1, cap. 3, p. 73-78, e cap. 6, pág. 128-131, Nobel. 1990

LOPES, Francisco. O Choque Heterodoxo. Rio de Janeiro: Campus, 1986. cap 18

MINISTÉRIO da Fazenda. Programa de Estabilização – Exposição de Motivos nº 395, de 7 de Dezembro de 1993. Brasília, 1993 [mimeo].

NETTO, A. D. O Plano Real e a Armadilha do Crescimento Econômico. In: Aloizio Mercadante. O Brasil Pós Real – A Política Econômica em Debate. Pág 89-100. Unicamp/1998

OLIVEIRA, C. A. B. O Real e o Mito. Revista de Administração da USP. Abril/ 1995

OLIVEIRA, G. Brasil Real – Desafio da Pós Estabilização na Virada do Milênio. Editora Mandarin/1996

PEREIRA, L. C. B.; NAKANO, Y. Hiperinflação e Estabilização no Brasil: O Primeiro Plano Collor. Revista de Economia Política. vol. 11. nº. 4 (44). Pág. 89-114. Outubro-Dezembro/1991

PRESIDÊNCIA da República. Mensagem nº 55, de 1994-CN. Brasília, 27 de Fevereiro de 1994a (encaminhando medida provisória que criou a URV, acompanhada de exposição de motivos).  
\_\_\_\_\_. Medida Provisória nº 542, de 30 de Junho de 1994, Brasília: Diário Oficial, 1994b ( medida provisória que criou o real, acompanhada de exposição de motivos ).

RESENDE, André L. “A Moeda Indexada: uma Proposta para Eliminar a Inflação Inercial”, in REGO, J. M. (org.) Inflação Inercial, Teorias sobre Inflação e Plano Cruzado. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986.

SERDENBERG, Carlos A. Aventura e Agonia: Nos Bastidores do Cruzado. São Paulo: Companhia das Letras, 1987.

SIMONSEN, M. H. Novos Desafios da Economia Brasileira. In: João Paulo dos Reis Velloso. O Real e o Futuro da Economia. Pág 17-30. Rio de Janeiro. José Olympio/1995

SOARES, G. Revista Estudos Históricos, 1998.

TAVARES, Maria da C. e BELLUZZO, Luis G. M. “Uma Reflexão sobre a Natureza da Inflação Contemporânea”, in REGO, José M. (org.) Inflação Inercial, Teorias sobre Inflação e Plano Cruzado. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986.

UNIVERSIDADE Federal do Rio de Janeiro. *Boletim de Conjuntura*. Publicação do Instituto de Economia, v. 16, n. 1, Abr. 1996.