

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS

Vicente Bon de Souza

A POLÍTICA MACROECONÔMICA BRASILEIRA,  
E O SEU IMPACTO SOBRE A ECONOMIA NACIONAL

PORTO ALEGRE

2009

Vicente Bon de Souza

A POLÍTICA MACROECONÔMICA BRASILEIRA,  
E O SEU IMPACTO SOBRE A ECONOMIA NACIONAL

Trabalho de Conclusão do Curso de Administração Noturno da Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande Do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de bacharelado em Administração.

Orientado pelo Professor Oscar Claudino Galli

Áreas de concentração:  
Administração de Empresas e  
Macroeconomia

PORTO ALEGRE

2009

**Vicente Bon de Souza**

**A POLÍTICA MACROECONÔMICA BRASILEIRA,  
E O SEU IMPACTO SOBRE A ECONOMIA NACIONAL**

Trabalho de Conclusão do Curso de Administração Noturno da Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande Do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de bacharelado em Administração.

Orientado pelo Professor Oscar Claudino Galli

Áreas de concentração:  
Administração de Empresas e Macroeconomia

Conceito final:

Aprovado em ..... de .....de.....

BANCA EXAMINADORA

---

Prof. Oscar Claudino Galli – Universidade Federal do Rio Grande Do Sul

---

Prof. Guilherme Ribeiro Macedo - Universidade Federal do Rio Grande Do Sul

## RESUMO

Este trabalho propõe uma análise sobre a política macroeconômica governamental brasileira desde o fim do regime militar até a atualidade. Em 2009, o Plano Real completou quinze anos, e, sob o ponto de vista do controle da inflação, pode ser considerado um sucesso. Já o crescimento econômico obtido pelo país no mesmo período é alvo de muitas críticas. Na sua primeira fase, o Plano Real foi baseado em um sistema chamado de “âncora cambial”, que custou muito aos cofres públicos e foi alvo de especulação por parte de investidores internacionais. A partir de 1999, a “âncora” passou a ser a credibilidade do banco central, pela adoção do sistema de metas de inflação, ainda vigente. Este tema é amplamente abordado por este trabalho, que permite entendermos qual foi a contribuição da política macroeconômica para que a economia brasileira chegasse no estágio em que se encontra, e quais são as perspectivas para o futuro próximo.

**Palavras-Chave:** Macroeconomia, Taxa de Juros, Plano Real, Sistema de Metas de Inflação.

## ABSTRACT

This paper proposes an analysis of the macroeconomic policy of the Brazilian government since the end of the military regime to the present. In 2009, the Plano Real completed fifteen years, and from the point of view of inflation control, can be considered a success. However, the economic growth achieved by the country in the same period is the target of much criticism. In its first phase, the Real Plan was based on a system called "exchange rate anchor", which has cost much to the public finance and was target of international speculation. Since 1999, the "anchor" became the central bank's credibility, by adopting the inflation targeting system. This theme is widely discussed in this paper, and it helps to understand what was the contribution of macroeconomic policy for the Brazilian economy to reach the stage where it is today, and what is the prospection for the near future.

**Key Words:** Macroeconomics, Interest Rates, Plano Real, Inflation Target System.

## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO .....	8
1.1. Contextualização e Problema Central.....	8
1.2. Justificativa do Estudo.....	9
2. REVISÃO TEÓRICA PRELIMINAR.....	14
2.1. A Inflação .....	14
2.2. A Taxa Selic .....	15
2.3. O Comitê de Política Monetária .....	16
2.4. O Produto Interno Bruto .....	16
2.5. Déficit Primário .....	17
2.6. A Balança Comercial.....	17
2.7. O Sistema de Metas de Inflação .....	18
2.8. A Escola Clássica .....	19
2.9. A Moeda nas Hiperinflações .....	20
2.10. A Escola Keynesiana .....	20
2.11. Taxa de Juros, Oferta e Demanda Agregada .....	21
3. OBJETIVOS.....	22
3.1. Objetivos Gerais .....	22
3.2. Objetivos Específicos .....	22
5. A POLÍTICA MACROECONÔMICA BRASILEIRA .....	25
5.1. A Década Perdida .....	25
5.2. Planos Econômicos que Antecederam o Plano Real .....	26
5.2.1. O Sistema Financeiro Brasileiro Durante o Período de Alta Inflação.....	31
5.3. O Plano Real.....	31
5.3.1. Principais Medidas.....	33
5.3.2. Objetivos de Longo Prazo.....	36
5.3.3. Efeitos Imediatos .....	36
5.3.4. Efeitos no Médio Prazo.....	37
5.3.5. As Crises Econômicas .....	38
5.4. O Fim do Regime de Bandas Cambiais.....	39
5.5. O Sistema de Metas de Inflação no Brasil.....	41
6. A CRISE ECONÔMICA E FINANCEIRA DE 2008 .....	44

6.1.	A “Bolha” do Mercado Imobiliário Norte-Americano.....	44
6.2.	O Socorro ao Sistema Financeiro .....	48
6.3.	A Crise e o Sistema Financeiro Brasileiro.....	49
6.4.	A Economia Brasileira Perante a Crise .....	51
7.	OS QUINZE ANOS DO PLANO REAL .....	52
8.	CONCLUSÃO .....	53
8.1.	O Sistema de Metas de Inflação .....	53
8.2.	Os Bancos .....	54
8.3.	Projeção do Cenário Macroeconômico.....	55
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	56
	CRONOGRAMA .....	57
	ANEXO A .....	58

## **1. INTRODUÇÃO**

O presente documento é, por definição, o Trabalho de Conclusão do Curso de Administração Noturno da Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Administração de Empresas.

### **1.1. Contextualização e Problema Central**

O presente trabalho propõe realizar uma análise sobre a política macroeconômica exercida pelo governo brasileiro nas últimas duas décadas. O Brasil viveu um longo período conturbado política e economicamente, principalmente na década de 1980. Neste período, o país registrava altíssimos índices de reajustes nos preços, como um reflexo da falta de estabilidade sócio-econômica. A inflação tornou-se um ciclo vicioso no qual a economia nacional encontrou-se imersa.

O diagnóstico dos problemas estruturais presentes na economia brasileira não era claro, nem tampouco preciso. Os representantes do governo no Ministério da Fazenda tinham dificuldade de qualificar o tipo de inflação que o país enfrentava, e de aplicar as medidas adequadas para a situação. Isto acabava por determinar o fracasso de muitos planos econômicos que vieram.

Foi somente na segunda metade da década de 1990 que o país alcançou a estabilidade econômica e a retomada do crescimento. As políticas monetária e fiscal estão entre as principais responsáveis pelo ocorrido.

A política Monetária é expressa de várias formas, entre elas, a taxa básica de juros, que influencia o custo do capital em toda a economia. A taxa SELIC é utilizada pelos agentes econômicos como referência para a definição das taxas que serão aplicadas ao mercado para financiamentos, empréstimos, e todos os tipos de movimentações financeiras a prazo.

A definição da política Monetária influencia diretamente a oferta de moeda na economia. Por sua vez, a oferta de moeda influencia a política cambial. E a política cambial tem influência direta sobre a balança comercial. Estas relações entre Política monetária, Política cambial e a balança comercial serão amplamente abordadas por este trabalho.

Desde 1999, o governo brasileiro dita a sua política monetária sob as diretrizes do sistema de metas de inflação. Neste sistema, a prioridade máxima é manter a inflação sob controle, mesmo que comprometendo o crescimento econômico. Na década de 80 e início da década de 90, o Brasil viveu longos períodos de hiperinflação. Os sucessivos planos fracassados no controle da inflação geraram um ciclo vicioso que estagnou o crescimento econômico durante mais de dez anos. Sob este ponto de vista, o plano Real foi um sucesso. Controlou a inflação e permitiu ao país a retomada da estabilidade econômica.

Atualmente, a insatisfação dos agentes econômicos é outra, pois a lembrança da inflação já está distante no passado. As pressões são constantes para a redução da taxa básica de juros. Entretanto, não são todos que compreendem, ou que concordam que o sistema de metas de inflação, em conjunto com outros fatores, permitiu ao país manter a inflação sob controle e obter um crescimento econômico gradual desde 1999.

Discutiremos ao longo deste trabalho a inflação brasileira, o Plano Real, o Sistema de Metas de Inflação, a influência da política monetária sobre o câmbio, o PIB e a Balança Comercial.

Devido ao aniversário de quinze anos do Plano Real, reproduzimos em anexo trechos de entrevistas realizadas com renomados economistas brasileiros, que analisaram os pontos positivos e negativos que resultaram do plano.

Para a conclusão do trabalho, faremos um exercício de projeção – ou forecasting - para o cenário macroeconômico futuro.

## **1.2. Justificativa do Estudo**

Conforme citado anteriormente, este trabalho tem por objetivo central analisar a política monetária governamental recente no Brasil, e a sua influência sobre a economia nacional. Trata-se de um tema de importante discussão, pois envolve o extenso debate entre os componentes do Banco Central do Brasil e do Ministério da Fazenda e os agentes econômicos, que divergem as suas opiniões em relação à determinação da taxa básica de juros no país. Buscaremos aproximar as discussões teóricas a respeito de política monetária, oriundas da área de macroeconomia, à realidade dos profissionais e acadêmicos da área de administração.

As taxas de juros praticadas no Brasil estão entre as mais elevadas do mundo. Em setembro de 2009, foi realizado um estudo<sup>1</sup> que constatou que no país era exercida a quinta maior taxa de juros real do planeta. Esta situação é atual e decorrente de um histórico de longos períodos de inflação, déficit público, instabilidade econômica, política e social. Estas taxas restringem o crédito, a demanda, os investimentos, desestimulam a criação de novos postos de trabalho, e o aquecimento da economia.

As empresas brasileiras, ao encontrarem no mercado de crédito interno taxas demasiadamente altas, muitas vezes acabam por definir a inviabilidade financeira de projetos. Empresas exportadoras são ainda mais extremamente dependentes da política cambial do governo, além da política monetária, e ambas estão mutuamente inter-relacionadas. As expectativas dos dirigentes de grandes empresas estão sempre vinculadas às decisões de política monetária e cambial do governo, que cria as condições das quais depende todo o planejamento destas empresas.

Taxas de juros elevadas muitas vezes tornam os ganhos financeiros mais atrativos do que os investimentos em atividades produtivas. O risco é mais facilmente mensurável, assim como o retorno sobre o capital investido, quando se trata de aplicações financeiras. Investimentos em atividades produtivas demandam grande dedicação dos gestores em planejamento, execução e controle das atividades, além de serem expostos a uma vasta variedade de riscos.

Faremos uma análise global dos diferentes cenários de política monetária e cambial que o país viveu desde o fim da década de 1980, até o cenário atual, relacionando ao PIB e ao saldo da Balança Comercial. Faremos também uma projeção para os próximos anos, baseada na evolução desta análise.

O estudo será focado sobre o Plano Real. O Plano Real foi um marco da economia brasileira, tendo interrompido um ciclo inflacionário de décadas e criando as bases para o crescimento econômico de longo prazo. O Plano foi essencial para a modernização da economia, tendo trazido credibilidade externa para uma economia que, até o final dos anos 80, enfrentava graves problemas estruturais.

Conforme supracitado, o governo exerce um papel fundamental no que se refere à execução das políticas macroeconômica, monetária e fiscal. A estabilidade econômica de um

---

<sup>1</sup> Notícia publicada em: <<http://www.g1.globo.com>>. Acesso em: 23 set 2009

país depende diretamente da sua estabilidade política e social. Durante a década de 1980, e o início da década de 1990, o Brasil passou por uma série de transformações políticas e sociais que coincidiu com o período de hiperinflação e estagnação econômica. Enquanto o poder executivo central trocava de mãos, novos planos econômicos eram elaborados e colocados em prática, mas sem a devida estruturação. Os gastos do governo eram descontrolados, e os planos passaram a ser cada vez mais desacreditados, o que acabava por determinar os seus fracassos.

De fevereiro de 1986 até a criação do Plano Real, em junho de 1994, foram seis planos econômicos (Cruzado, Cruzado II, Bresser, Verão, Collor e Collor II), com a criação de três moedas nacionais (Cruzado, Cruzado Novo e Cruzeiro), e nenhum deles foi eficiente no controle permanente da inflação e na estabilização econômica do país, como foi o Plano Real.

Lançado em junho de 1994, o Plano Real foi inicialmente baseado na chamada “âncora cambial”, que garantia artificialmente a paridade da moeda norte-americana com a brasileira. Isto era feito através da manutenção de taxas elevadas de remuneração dos títulos públicos, com o objetivo de atrair capital externo ao país, e assim, manter o valor do Dólar equivalente ao do Real. Esta medida representou um grande choque para as empresas exportadoras brasileiras, pois com o Real valorizado, o produto brasileiro tornou-se muito mais caro internacionalmente. A moeda brasileira valorizada também prejudicou a indústria nacional, pois permitiu o aumento das importações, a preços mais baratos. Produtos chineses invadiram o mercado brasileiro neste período, que coincidiu com um grande crescimento econômico daquele país, acompanhado por um aumento do nível das suas exportações para o mundo todo.

Em janeiro de 1999, tornou-se inviável para o governo brasileiro sustentar a paridade cambial com o Dólar, diante de uma grande força especulativa internacional sobre o preço da moeda. O saldo das reservas internacionais atingiu o valor de US\$ 15 bilhões<sup>2</sup>, valor extremamente baixo. Foi então que o governo adotou a política de câmbio flutuante, e o Dólar, já há muito tempo pressionado, disparou. Entretanto, mesmo que a moeda brasileira desvalorizada seja um estímulo aos exportadores, é necessária estabilidade cambial, de forma que possibilite a realização de um planejamento.

O câmbio só tornou à estabilidade após o governo alinhar a sua política macroeconômica com o sistema de metas de inflação. Com a política monetária previsível, a

---

<sup>2</sup> Fonte: Banco Central do Brasil <<http://www.bcb.gov.br/?RESERVA>>. Acesso em: 20 jul 2009.

oferta de moeda no país tornou-se estável, e as empresas puderam passar a elaborar o seu planejamento a médio e longo prazo.

Até hoje, o Banco Central reduz o impacto de choques externos na variação cambial através de compra e venda de dólares, proveniente das reservas acumuladas ao longo dos últimos anos com o aumento das exportações.

Entretanto, apesar de ter existido durante muitos anos uma priorização do estímulo ao setor exportador por parte do governo, este e muitos outros setores da economia estão insatisfeitos com a política monetária vigente. Existe um conflito de interesses em torno da definição da taxa básica de juros. De um lado, há o compromisso do governo com o controle da inflação, vinculado ao regime de metas de inflação. Através de altas taxas de juros, a demanda agregada do país é contida, e o nível de inflação é mantido dentro da meta. A eficácia do regime depende diretamente da credibilidade do Banco Central, e esta depende da demonstração pública de comprometimento com o regime de metas, responsável por manter a inflação da economia brasileira sob controle desde 1999. Do outro lado, os agentes econômicos – industriários, agricultores, comerciantes - reclamam sobre como estas taxas elevadas restringem o crédito para novos investimentos, capital de giro, e financiamentos para compra de máquinas e equipamentos, assim como também reduz o crédito para consumo, desestimulando as vendas e a produção.

Estas duas vertentes, a dos que desejam que o crédito seja cada vez mais barato, a fim de estimular a economia, e a dos que afirmam que o crédito precisa ser restrito, com o objetivo principal de manter a inflação sobre controle, são apoiadas teoricamente em macroeconomia pela escola Keynesiana e pela escola dos Novos Clássicos. A primeira tem entre as suas premissas a forte intervenção do estado na economia, e acredita que injeções de moeda na economia podem estimular o aumento da produção. A segunda diz que a expansão monetária é ineficaz para alterar as variáveis reais da economia, apenas gera aumento de preços, e que a política monetária deve focar a manutenção de um nível de inflação baixo e estável. Analisaremos estas duas escolas na revisão teórica preliminar.

O histórico da economia brasileira é responsável pela desconfiança dos credores internacionais, e isto faz com que o risco de emprestar dinheiro ao Brasil seja considerado alto. A relação do risco com a taxa de retorno de um investimento torna necessário ao país oferecer taxas atraentes de remuneração dos seus títulos públicos, cuja taxa básica é denominada taxa SELIC.

Através da exploração das discussões teóricas sobre política macroeconômica, e da análise dos cenários enfrentados pela economia brasileira desde o fim do regime militar até a atualidade, buscaremos responder às seguintes perguntas, que representam os objetivos centrais do trabalho:

- Como a política macroeconômica recente do governo afetou a economia brasileira?
- Quais as forças que atuam sobre a determinação da taxa básica de juros? Por que ela é tão elevada? Quem é mais beneficiado com isso?
- Que benefícios proporcionou o Plano Real ao Brasil?
- Como está posicionada a economia brasileira frente ao cenário mundial?

## **2. REVISÃO TEÓRICA PRELIMINAR**

### **2.1. A Inflação**

A inflação consiste no aumento persistente e generalizado do nível de preços, equivalente à queda do valor de mercado ou poder de compra do dinheiro, representada por uma taxa de variação relativa dos preços em um determinado período de tempo. São considerados três tipos básicos de inflação: (LANZANA, 2005).

#### **Inflação de Demanda**

Ocorre quando há excesso de demanda agregada em relação à produção ofertada. Esse tipo de inflação ocorre quando a disponibilidade de moeda na economia cresce além da capacidade de expansão da produção, ou antes que esta esteja em plena capacidade. Sendo a demanda superior à oferta de produtos, ocorre o aumento de preços. O combate à inflação de demanda é feito através da restrição ao consumo, por meio de instrumentos pertencentes às políticas monetária e fiscal, principalmente a elevação das taxas de juros.

#### **Inflação de Custos**

É associada à inflação de oferta. Quando o nível da demanda permanece e os custos aumentam, ocorre uma retração da produção, fazendo com que os preços de mercado também sofram aumento. As causas mais comuns da inflação de custos são:

- Aumento do custo de matéria-prima, comumente provocada pela desvalorização do câmbio, que eleva o preço de insumos importados, impactando nos custos totais da produção, e fazendo com que o custo final do bem ou serviço aumente,
- Aumentos salariais, que fazem com que o custo do produtor de um bem ou serviço aumente;

É geralmente combatida através de incentivos fiscais e aporte de recursos específicos às áreas que o governo deseja estimular a produção.

## **Inflação Inercial**

Em períodos subsequentes de elevações nos níveis de preços, os agentes econômicos adquirem a “expectativa de inflação”, prevendo que os reajustes sigam ocorrendo, e a inflação adquire certa autonomia. Pela inter-relação das cadeias produtivas, os aumentos nos preços dos insumos são transferidos para todos os bens que deles dependem, gerando a chamada “espiral inflacionária”.

## **A Hiperinflação**

A hiperinflação não é considerada um tipo de inflação, e sim um estágio especial de inflação galopante, no qual o poder de compra da moeda diminui rapidamente, assim como a sua credibilidade junto à população, que procura trocar a moeda por bens o mais rapidamente possível. Isso provoca um aumento na velocidade de circulação da moeda, acelerando também o aumento nos preços. Um exemplo clássico de hiperinflação ocorreu na Alemanha quando entre agosto de 1922 e novembro de 1923 a inflação chegou a 1 trilhão por cento.

### **2.2. A Taxa Selic**

SELIC é a taxa apurada no Serviço Especial de Liquidação e Custódia, obtida mediante o cálculo da taxa média ponderada e ajustada das operações de financiamento por um dia, lastreadas em títulos públicos federais, e cursadas no referido sistema ou em câmaras de compensação e liquidação de ativos, na forma de operações compromissadas. Operações compromissadas são operações de venda de títulos com compromisso de recompra assumido pelo vendedor, concomitante com compromisso de revenda assumido pelo comprador, para liquidação no dia útil seguinte. Estão aptas a realizar operações compromissadas, por um dia útil, fundamentalmente as instituições financeiras habilitadas, tais como bancos, caixas econômicas, sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2009).

A meta da taxa SELIC é estabelecida pelo COPOM - Comitê de Política Monetária do Banco Central. Este direciona a meta da SELIC, e cabe à mesa de operações do mercado aberto do Banco Central manter a taxa diária próxima à meta.

### **2.3. O Comitê de Política Monetária**

O Comitê de Política Monetária (COPOM) do Banco Central foi instituído em 20 de junho de 1996, com o objetivo central de definir as diretrizes da política monetária e de definir a taxa de juros. Desde 1996, o regulamento do COPOM sofreu alterações no que se refere ao seu objetivo, à periodicidade das reuniões, à composição, e às atribuições e competências dos seus integrantes. Estas alterações visaram não apenas aperfeiçoar o processo decisório, mas também adaptar as mudanças no regime monetário.

Em 21 de junho de 1999, pela publicação do decreto 3.088, foi definido o regime de metas de inflação como diretriz da política monetária brasileira. Desde então, as decisões do Copom passaram a ter como objetivo cumprir as metas definidas pelo Conselho Monetário Nacional. Constituído pelo Ministro da Fazenda, Ministro do Planejamento, e o Presidente do Banco Central, o CMN tem a responsabilidade de decidir e anunciar o centro da meta e o intervalo de tolerância a ser adotado. O índice utilizado para controle da meta é o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo IBGE (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2009).

### **2.4. O Produto Interno Bruto**

O Produto Interno Bruto representa o total de riquezas produzido num determinado período num país. É o indicador mais usado para medir o desempenho da economia doméstica (FROYEN, 1999). No Brasil, o cálculo é realizado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), órgão responsável pelas estatísticas oficiais, vinculado ao Ministério do Planejamento.

O cálculo do PIB leva em conta o acompanhamento de pesquisas setoriais que o próprio IBGE realiza ao longo do ano, em áreas como agricultura, indústrias, construção civil e transporte. O indicador inclui tanto os gastos do governo quanto os das empresas e famílias.

Mede também a riqueza produzida pelas exportações e as importações. O IBGE utiliza ainda dados de fontes complementares, como o Banco Central, Ministério da Fazenda, Agência Nacional de Telecomunicações e Eletrobrás, entre outras.

O PIB pode ser medido de duas formas, para um mesmo resultado. Quando o PIB é analisado pela ótica da oferta, entram no cálculo os resultados da indústria (que respondem por 30% do total), serviços (65%) e agropecuária (5%).

Outra maneira de medir o PIB é pela ótica da demanda. Nesse caso, são considerados o consumo das famílias (60%), o consumo do governo (20%), os investimentos do governo e de empresas privadas (18%) e a soma das exportações e das importações (2%) (LANZANA, 2005).

## **2.5. Déficit Primário**

O déficit primário (ou superávit) representa todas as despesas do governo, exceto os pagamentos de juros, menos toda a receita do governo. O déficit primário também é chamado de déficit sem juros (DORNBUSCH; FISHER; 1991).

É o resultado das contas públicas, excluindo juros. Quando há superávit, esses recursos são usados para o pagamento dos juros, e, quando superiores a eles, são usados para a quitação de parte do montante das dívidas. Nesse caso, temos um exemplo de superávit nominal, que permite reduzir o montante da dívida pública.

Impostos, tributos e lucros de estatais são algumas das principais receitas públicas. O pagamento de salários, manutenção de prédios públicos, investimentos em infra-estrutura, juros e gastos de custeio são as principais despesas públicas. Quando o resultado entre receitas e despesas é negativo, o governo a cobre a diferença via emissão de divisas, aumentando a dívida pública, ou de moeda, gerando pressão inflacionária.

## **2.6. A Balança Comercial**

Balança comercial é a conta do Balanço de Pagamentos onde se registra o saldo das importações e exportações do país. Este valor pode ser calculado a partir dos valores declarados no momento em que entram e saem pelas alfândegas, ou pelos dólares

efetivamente remetidos para pagamento e recebimento. Tecnicamente, ambos os métodos de cálculo estão corretos (FRANCO, 2000). A imprensa geralmente anuncia os valores calculados pela Secretaria da Receita Federal, que diz respeito a valores declarados e não aos dólares que efetivamente circularam. Entretanto, pra aferir o real impacto nas reservas internacionais, é necessário considerar os valores efetivos das remessas e entradas de capital.

Quando as exportações superam as importações, registra-se um superávit na balança comercial, e o governo acumula este saldo na conta de reservas internacionais. Quando as importações superam as exportações, registra-se um déficit na balança comercial, e o governo recorre a estas reservas cambiais para equilibrar a conta. Se não houver reservas, o governo recorre a financiamentos através da emissão de títulos, fato estimulador da dívida externa.

Para efeitos de análise e comparação entre diferentes países, é comum efetuar a análise do saldo da balança comercial em função do PIB.

## **2.7. O Sistema de Metas de Inflação**

O sistema de metas de inflação foi criado em 1990 na Nova Zelândia, e desde então foi implementado por diversas economias, com destaque para a Inglaterra, Canadá, Suécia, Austrália e Espanha.

“Um regime de metas de inflação é aquele no qual as ações da política monetária, sobretudo a fixação da taxa de juros básica, são guiadas com o objetivo explícito de obtenção de uma taxa de inflação previamente determinado”. (CURADO; OREIRO; 2005).

A concepção do regime iniciou a partir da constatação do fracasso do regime de expansão monetária concebida pelo monetarista Milton Friedman, utilizado na década de 1970, nos EUA, e na década de 1980, no Brasil. A teoria monetarista defende a idéia de que as famílias consomem continuamente e proporcionalmente à sua renda. Desta maneira, injeções de moeda na economia deveriam gerar proporcionais aumentos na produção, mas isto não ocorre. Isto fortaleceu a premissa teórica de que a política monetária é incapaz de alterar as variáveis reais da economia, de forma duradoura (FROYEN, 1991).

O anúncio das metas de inflação eleva o grau de transparência da política monetária, tornando mais clara a compreensão do público em relação à atuação dos bancos centrais, o que capacita os agentes econômicos a acompanhar e controlar as ações dos bancos centrais de

forma mais precisa. A determinação da inflação *a priori* minimiza as incertezas no cálculo econômico, facilitando a tomada de decisões, em especial as decisões de investimento.

A meta inflação funciona, portanto, como um balizador das expectativas de inflação dos agentes, conduzindo a taxa de inflação na direção da taxa natural. (CURADO; OREIRO; 2005).

## 2.8. A Escola Clássica

A macroeconomia clássica, como toda a teoria econômica clássica, parte do pressuposto fundamental de que o mundo econômico é governado por leis naturais, as quais, se forem deixadas a funcionar livremente, produzirão sempre os melhores resultados possíveis. Os economistas clássicos dão ênfase às tendências de auto-ajuste da economia, e defendem a ausência de intervenções do estado. Assim, o setor privado evolui estavelmente em direção ao pleno emprego da capacidade produtiva. A premissa básica da política monetária da escola clássica é a de que a quantidade de moeda em uma economia determina o nível de demanda agregada, que, por sua vez, determina o nível dos preços (FROYEN, 1999).

As hipóteses centrais da escola clássica para uma economia em equilíbrio são:

- Os agentes econômicos sempre maximizam. As famílias e as empresas tomam decisões ótimas. Isto significa que estes agentes sempre utilizam toda a informação disponível para tomarem decisões e que estas decisões são sempre as melhores possíveis dentro das circunstâncias.
- As expectativas são racionais, pois são as melhores previsões do futuro que podem ser feitas com as informações disponíveis. Isto quer dizer que os agentes irão eventualmente passar a compreender a política econômica governamental vigente, seja qual for, e não é possível enganar a maior parte das pessoas por tempo indeterminado.
- Os mercados são desobstruídos, ou seja, não há razão para que os agentes econômicos não reajustem preços e salários, se assim desejarem. Em uma economia desobstruída, os trabalhadores trabalham tanto quanto desejarem, da mesma maneira que as firmas produzem tanto quiserem.

Segundo a Escola Clássica, são as intervenções do governo na economia que afetam o seu equilíbrio, impedindo o funcionamento das expectativas racionais e a desobstrução dos mercados (DORNBUSCH; FISHER; 1991).

## **2.9. A Moeda nas Hiperinflações**

A relação entre a moeda e o nível de preços postulada pela teoria quantitativa pode ser observada claramente durante os períodos de hiperinflação. Um período de hiperinflação é aquele no qual o nível de preços simplesmente explode, e a taxa de inflação alcança níveis astronômicos. Quando isso acontece, a oferta de moeda sempre explode também. Nestes casos, as taxas de inflação extremamente altas são acompanhadas por taxas extremamente altas de crescimento da oferta de moeda. Muitos economistas não aceitam a aplicação da teoria quantitativa da moeda em economias operando em circunstâncias normais. No entanto, os dados sobre hiperinflação ilustram uma implicação da teoria quantitativa sobre a qual há unanimidade: a convivência continuada com taxas de inflação muito altas exige ajustes através de altas taxas de crescimento monetário (CARDIM, *et al*, 1999).

## **2.10. A Escola Keynesiana**

John Maynard Keynes foi um grande defensor de que o estado deve exercer um papel ativo na economia do país. Foi utilizando as teorias de Keynes que os Estados Unidos reorganizaram a sua economia e retomaram o crescimento econômico, na década de 1930. O estado, na escola keynesiana, deve atuar em todos os setores da economia, especialmente nos setores em que a iniciativa privada for deficiente e não interessar-se pela baixa possibilidade de retorno sobre os investimentos que algumas atividades envolvem em determinados períodos.

Quanto à política monetária, a escola keynesiana defende a visão de que a moeda afeta a renda através da taxa de juros. Por exemplo, um aumento no estoque de moeda faz cair a taxa de juros, que, por sua vez, aumenta a demanda agregada e a renda. Por isso, os keynesianos defendem que o estado atue ativamente na sua política monetária, com taxas de juros baixas, visando estimular a economia, e uma política fiscal agressiva, com elevados gastos públicos, que supostamente estimulariam o crescimento econômico.

Os keynesianos argumentam que os mercados muitas vezes não se equilibram, mesmo quando os indivíduos estão preocupados com os seus próprios interesses. Obstáculos ao acesso das informações e a defasagem na variação de preços podem criar flutuações macroeconômicas no produto e no emprego, impedindo assim o seu equilíbrio auto-ajustável. (DORNBUSCH; FISHER; 1991)

### **2.11. Taxa de Juros, Oferta e Demanda Agregada**

O nível de produção e o nível de preços de uma economia são determinadas pela interação entre a oferta e a demanda agregada. Se o parque produtivo de uma economia tiver uma margem de capacidade ociosa, um aumento na demanda agregada fará crescer o produto e o emprego com pequenos efeitos sobre os preços. Entretanto, se a economia estiver próxima do pleno emprego, o aumento da demanda agregada irá refletir diretamente na elevação dos índices de preços, gerando inflação (DORNBUSCH; FISHER, 1991).

Os choques de oferta podem reduzir o produto e aumentar os preços, como ocorreu nos choques do petróleo. Por outro lado, políticas de investimento que aumentam a produtividade, portanto o nível de oferta agregada a determinado nível de preços, podem contribuir para reduzir pressões inflacionárias.

A demanda por investimento por parte das empresas depende diretamente da taxa de juros. Um projeto de investimento será empreendido somente se a lucratividade esperada exceder os custos de contrair empréstimos para financiá-lo, e em uma proporção suficiente para justificar os riscos do projeto. Quanto maiores as taxas de juros para obtenção de crédito, menos projetos satisfazem este critério.

### **3. OBJETIVOS**

#### **3.1. Objetivos Gerais**

Este trabalho tem o objetivo de abordar a história recente da política monetária brasileira sob a análise macroeconômica, apresentando os planos econômicos da década de 1980, o Plano Real e o regime de metas de inflação, as suas características e conseqüências; e ampliando as discussões sobre a fixação da taxa básica de juros no país. A partir deste debate, poderemos analisar os motivos pelos quais as taxas de juros no Brasil estão entre as mais elevadas no mundo, e quais são os agentes econômicos que se beneficiam disto.

O desempenho da economia brasileira não foi abalado pela crise financeira mundial de 2008 com a mesma intensidade que outros países desenvolvidos e em desenvolvimento, e este fato está ligado à política macroeconômica exercida pelo governo. Iremos estudar e relacionar estes conceitos e acontecimentos, a fim de avaliar a eficácia da política macroeconômica do governo na blindagem da economia brasileira frente a abalos externos.

Além disto, 15 anos após a criação do Plano Real, é possível realizar uma análise dos benefícios que trouxe ao país. Por fim, pretende-se realizar um exercício de previsão do cenário macroeconômico global para o futuro próximo.

#### **3.2. Objetivos Específicos**

Através da análise dos cenários, será possível identificar as características específicas de cada período do Plano Real, quais as diretrizes da política monetária e cambial aplicada pelo governo no momento, e quais as implicações diretas e indiretas destas sobre o desempenho da economia.

O Plano Real sempre teve, ao longo dos quinze anos que compõem a sua história, defensores e opositores. Em períodos diferentes do plano, devido às alterações que o governo julgou necessárias, muitos passaram ou deixaram de apoiá-lo. É um objetivo específico deste trabalho expor os argumentos positivos e negativos que foram apresentados durante estes quinze anos.

As instituições bancárias brasileiras auferiram grandes lucros durante os períodos de inflação no Brasil. Com o controle da inflação, e a entrada de grandes bancos estrangeiros no país, muitos acreditavam que perderiam competitividade e acabariam sucumbindo aos grandes grupos internacionais. Não foi o que aconteceu. É um objetivo específico deste trabalho analisar a situação das instituições financeiras brasileiras 15 anos após a criação do Plano Real.

Pela projeção de cenários futuros, pretende-se avaliar a provável evolução da política monetária e cambial do governo para os próximos anos, e estimar o seu possível impacto na economia nacional.

#### **4. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

A revisão das teorias macroeconômicas keynesiana e novo-clássica foi utilizado para explicar a fundamentação básica da formulação das políticas monetária e cambial, e especificamente, do Plano Real e do sistema de metas de inflação.

A influência das políticas monetária e cambial sobre o desempenho da economia do país foi estudada através da análise de dados relativos à SELIC, ao PIB, inflação, câmbio e balança comercial, divulgados por instituições como a Fundação Getúlio Vargas, o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística e o Banco Central, de diferentes períodos da história econômica recente do Brasil. A partir deste estudo, apresentaremos uma projeção do cenário macroeconômico para os próximos anos, e da tendência da política monetária e cambial do governo Brasileiro.

## 5. A POLÍTICA MACROECONÔMICA BRASILEIRA

### 5.1. A Década Perdida

A década de 1980 foi denominada por muitos economistas como a “década perdida”. O termo é uma referência à estagnação econômica vivida pelo Brasil e muitos outros países do mundo, principalmente da América Latina, durante o período, com forte retração da produção industrial e de atividades econômicas. A economia brasileira, durante a década de 1980, vivenciou crises econômicas, volatilidade de mercados, problemas de solvência externa, baixo crescimento ou até mesmo retração do PIB.

A tabela a seguir ilustra a variação do PIB por habitante nos principais países da América Latina, durante o período de 1981 a 1989.

**Tabela 1 – Variação do PIB por habitante na América Latina – 1981 - 1989**

País	Variação do PIB / Habitante
Colômbia	13,9
Chile	9,6
Rep. Dominicana	2,0
Paraguai	0,0
Brasil	-0,4
Equador	-1,1
Costa Rica	-6,1
Uruguai	-7,2
México	-9,2
Honduras	-12,0
Panamá	-17,2
El Salvador	-17,4
Guatemala	-18,2
Haiti	-18,6
Argentina	-23,5
Peru	-24,7
Venezuela	-24,9
Bolívia	-26,6
Nicarágua	-33,1
América Latina	-8,3

Fonte: CEPAL – Comissão Econômica para América Latina e Caribe, 1999.

Neste período, apenas três países, República Dominicana, Chile e Colômbia, tiveram desempenho positivo. Todos os outros apresentaram desempenhos medíocres, nos casos de Paraguai, Brasil e Equador, ou lastimáveis, casos de Argentina, Bolívia, El Salvador, Guatemala, Haiti, Honduras, Nicarágua, Panamá, Peru e Venezuela, Costa Rica, México e Uruguai. De uma forma geral, isto foi devido à instabilidade política, à inconsistência do mercado interno, e à fragilidade frente a abalos externos que vivenciaram estes países durante este período.

O Brasil havia protagonizado um alto crescimento econômico durante a década anterior, e passava a sentir os impactos do final deste ciclo de crescimento. A segunda crise do petróleo, ocorrida no final da década de 1970, elevou consideravelmente o preço do barril, com sérias implicações para a balança comercial dos países dependentes da sua produção externa, incluindo o Brasil. Somada às mudanças significativas ocorridas na política monetária dos Estados Unidos, a segunda crise do petróleo alterou sensivelmente as condições de funcionamento da economia mundial, colaborando para encerrar o ciclo de crescimento econômico que o Brasil vivia até então.

“A Década Perdida é o nome que se dá ao período de tempo em que ficou clara a falência do velho desenvolvimentismo baseado em fechadura econômica (e, em boa medida, política), intervencionismo estatal e keynesianismo inflacionista-estruturalista. A Década se perde não apenas pelo esgotamento desses procedimentos e doutrinas, mas também pela inacreditável teimosia em se admitir que o mundo já tinha mudado, e que precisávamos de um novo modelo de desenvolvimento para o século XXI que, aliás, como acima mencionado, já havia começado. (...) Durante a Década Perdida, vivemos uma meia dúzia de planos heterodoxos, e sete anos seguidos de hiperinflação até julho de 1994. Esses processos são destrutivos: perdemos muito mais que tempo e oportunidades, vamos aumentando o tamanho do problema e tornando as coisas mais difíceis para o futuro.” (FRANCO, 2000)

## **5.2. Planos Econômicos que Antecederam o Plano Real**

### **Plano Cruzado – Fevereiro de 1986**

Jose Sarney assumiu oficialmente o cargo de presidente da República em 23 de Abril de 1985, após o falecimento do presidente eleito Tancredo Neves. Seu governo herdou a política econômica do governo de João Figueiredo, com grande déficit público, e uma

inflação fora de controle, que chegou a 225,16% (IPCA<sup>3</sup>) no primeiro ano de seu governo. No dia 1º de março de 1986 foi instituído o Plano Cruzado, idealizado pelo então Ministro da Fazenda, Dílson Funaro. Teve como principais medidas:

- Congelamento de preços de bens e serviços;
- Reforma monetária e alteração da moeda, que passou a se chamar Cruzado;
- Congelamento dos salários pela média de seu valor dos últimos seis meses, e congelamento do salário mínimo em Cz\$ 804,00;
- Criação da tabela de conversão que transformava dívidas contraídas com inflação alta em dívidas contraídas em uma economia de inflação praticamente nula;
- Criação de seguro-desemprego para trabalhadores dispensados sem justa causa ou em virtude do fechamento de empresas;
- Criação do gatilho salarial, que estabelecia o reajuste automático dos salários sempre que a inflação medida pelo IPCA alcançasse 20%.

Inicialmente, o Plano Cruzado teve amplo apoio popular e até mesmo alguns de seus opositores passaram a apoiá-lo. No entanto, em pouco tempo tornou-se evidente que os preços relativos da economia estavam desequilibrados. Muitos produtores que não podiam reajustar seus preços acabaram perdendo rentabilidade dos seus negócios ou, em alguns casos, arcando com preços mais baixos que os custos. Isso levou à queda na qualidade de diversos produtos.

O congelamento de preços não permitia que os preços com variação sazonal se ajustassem, levando ao desabastecimento de alguns bens e serviços específicos e ao surgimento do ágio no fornecimento de produtos como carne, leite e automóveis. Como agravante, o governo ainda concedeu um abono de 16% ao salário mínimo e de 8% aos funcionários públicos, medida que estimulou o consumo e aumentou a demanda, que não pode ser ajustada por aumento de preços.

---

<sup>3</sup> Fonte: IBGE. Disponível em: <[http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc\\_ipca](http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc_ipca)>. Acesso em: 23/09/2009.

Os gastos públicos eram elevados, causando grande déficit fiscal. O cambio congelado consumiu as reservas internacionais, e os juros negativos desestimulavam a poupança e pressionavam o consumo, completando o cenário negativo.

A proximidade das eleições para os governos estaduais impediu a adoção de outras medidas para salvar o Plano Cruzado. Após a base governista vencer em 22 dos 26 estados, o governo voltou a agir. Em 21 de novembro de 1986, lançou o Plano Cruzado II, descongelando os preços, o que permitiu a volta da inflação e decretou o fracasso do plano (LANZANA, 2005). No dia 20 de janeiro de 1987, O Brasil decretou a moratória, suspendendo o pagamento da dívida externa. O Ministro da Fazenda Dílson Funaro, depois de dois planos fracassados, foi substituído por Luiz Carlos Bresser Pereira.

### **Plano Bresser – Julho de 1987**

Luiz Carlos Bresser Pereira assumiu o Ministério da Fazenda do Governo José Sarney em 29 de abril de 1987. Um mês após a sua posse, a inflação brasileira medida pelo IPCA atingiu 21,45%.

Na época, o principal problema do país era o déficit público, com o governo gastando mais do que a sua arrecadação. Em apenas quatro meses, essa diferença já atingia 7,2% do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro. Para tentar solucionar esse cenário, em junho de 1987 foi criado o chamado Plano Bresser, no qual se instituiu o congelamento dos preços, dos aluguéis, dos salários por 60 dias. Também foi criada a UPR, que serviu como referência monetária para o reajuste de preços e salários. O governo elevou tributos, eliminou o subsídio do trigo, e obras de grande porte foram adiadas, entre elas o trem bala entre São Paulo e Rio, a Ferrovia Norte Sul, e o pólo-petroquímico do Rio de Janeiro. Com o objetivo principal de controlar as dívidas públicas, o gatilho salarial foi desativado, e retomadas as negociações com o FMI. Como resultado, a inflação chegou a 366% (IPCA) no ano de 1987. Bresser deixou o ministério em 6 de janeiro de 1988, e foi substituído por Maílson da Nóbrega.

Maílson da Nóbrega defendeu inicialmente a idéia de conviver com a inflação, não adotando medidas consideradas radicais. Esta política foi denominada de “Feijão com Arroz”, e tinha o objetivo de evitar a hiperinflação. Entretanto, em 1988 a inflação chegou a 933% (IPCA), e aumentou a pressão por mais um plano econômico.

### **Plano Verão – Janeiro de 1989**

O Plano Verão foi apresentado por Maílson da Nóbrega, em 15 de janeiro de 1989. O plano econômico cortou três zeros, criando o Cruzado Novo, os preços e salários foram novamente congelados. A crise inflacionária retornou, e levou o governo à edição de uma lei que modificou o índice de rendimento da cadernetas de poupança, causando grande insatisfação popular.

### **Plano Collor – Março de 1990**

Anunciado no dia 16 de março de 1990, um dia após a posse do presidente Fernando Collor, o plano foi um conjunto de reformas econômicas que visavam controlar a inflação crescente nos anos anteriores. Oficialmente, o nome do plano era Brasil Novo, mas ficou conhecido popularmente como Plano Collor.

A proposta era combinar a liberação fiscal com a financeira. Para isso, foram adotadas medidas radicais para estabilizar os preços, que foram acompanhadas de programas de reforma da política industrial e do comércio exterior. O governo decidiu também dar início a um programa intitulado Programa Nacional de Desestatização, que ficou conhecido como PND.

O plano foi efetivamente implementado pela equipe de economistas de Collor, composta por Zélia Cardoso de Mello, Antônio Kandir, Ibrahim Eris, Venilton Tadini, Luís Otávio da Motta Veiga, Eduardo Teixeira e João Maia. Entre as medidas adotadas estavam:

- Substituição do Cruzado Novo pelo Cruzeiro;
- Congelamento de 80% dos bens privados - determinava que os saques da poupança, das aplicações financeiras e das contas correntes seriam reduzidos ao máximo de 50 mil cruzados novos, ficando o que estivesse acima desse limite retido no Banco Central pelo prazo de 18 meses;
- Taxas elevadas em todas as transações financeiras;
- Indexação das taxas;

- Fim da maior parte dos incentivos fiscais;
- Preços reajustados por entidades públicas;
- Câmbio flutuante;
- Abertura da economia para o comércio exterior;
- Congelamento temporário dos salários e preços;
- Extinção de agências do governo para a redução de gastos públicos;
- Estímulo à privatização e flexibilização da regulamentação da economia.

Antes da posse de Collor, o Brasil vivia um processo de hiperinflação, com o IPCA chegando a 75,73% em fevereiro de 1990. Para conter os preços, a proposta era restringir o fluxo de dinheiro para conter a inflação inercial. No entanto, a queda no comércio gerou uma grande redução da atividade industrial. Em maio de 1990, a inflação estava 7,59% (IPCA), contra 82,39% (IPCA) de março.

No entanto, esse congelamento de ativos, que na prática foi um confisco do dinheiro que a população tinha em conta corrente, começou a gerar outros problemas para a economia. Com um cenário recessivo, as empresas passaram a demitir, muitas fecharam as portas.

No fim de 1990, a inflação já tinha voltado a crescer e fechou o ano com 1.198% (IPCA). Para tentar reverter a situação, foi lançado o Plano Collor II, que teve uma série de medidas no mercado financeiro que representaram uma política de elevadas taxas de juros. Com um novo congelamento de preços e salários, a inflação fechou 1991 em 481% (IPCA).

O processo de abertura da economia brasileira obrigou a indústria nacional a investir para se modernizar. No entanto, a inflação seguia elevada, e um escândalo político levou ao *impeachment* de Collor.

É relevante ressaltar que utilizar a expressão “década perdida”, referindo-se à década de 1980, refere-se plenamente ao aspecto do crescimento econômico, e, parcialmente ao aspecto social. Entretanto, vale lembrar que foi nesta década que as populações de diversos países do mundo todo recuperaram direitos políticos que lhes haviam sido privados por um longo período de tempo.

### **5.2.1. O Sistema Financeiro Brasileiro Durante o Período de Alta Inflação**

O setor bancário brasileiro auferiu grandes lucros durante o período inflacionário. Os ganhos foram altos, e os bancos pareciam meio constrangidos ao apresentá-los, devido à situação da maior parte dos outros setores da economia. Quanto menos se falasse no assunto, melhor para eles. Entre janeiro e junho de 1993, o Bradesco, o maior banco privado brasileiro à época, teve um lucro de 161,6 milhões de dólares. O Itaú, o segundo da lista, acumulou um lucro de 125,7 milhões de dólares no mesmo período, resultado 35% maior do que no primeiro semestre de 1992. Enquanto as 500 maiores empresas não financeiras do país tiveram em 1992 um lucro médio de 2,2% sobre o seu patrimônio, os cinquenta maiores bancos embolsaram 9,8%. No ano de 1992, com uma inflação de 1.149%, o sistema lucrou 56% a mais do que em 1991, quando a taxa ficou em 475%<sup>4</sup>.

### **5.3. O Plano Real**

O Plano Real foi o programa brasileiro de estabilização econômica iniciado oficialmente em 27 de fevereiro de 1994 com a publicação da Medida Provisória nº 434 no Diário Oficial da União. Esta Medida Provisória instituiu a Unidade Real de Valor (URV), estabeleceu regras de conversão e uso de valores monetários, iniciou a desindexação da economia, e determinou o lançamento de uma nova moeda, o Real.

O programa está entre os mais amplos planos econômicos já realizados no Brasil, e tinha como objetivo principal o controle da hiperinflação que assolava o país. Utilizou-se de diversos instrumentos econômicos e políticos para a redução da inflação que chegou a 47,43% (IPCA) só em junho de 1994, época do lançamento da nova moeda. A idealização do projeto, a elaboração das medidas do governo e a execução das reformas econômica e monetária contaram com a contribuição de vários economistas, entre eles, Pésio Arida, André Lara Resende, Gustavo Franco, Pedro Malan e Edmar Bacha, reunidos pelo então Ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso.

FHC ingressou no cargo de Ministro da Fazenda do governo do Presidente Itamar Franco no dia 19 de maio de 1993, assumindo perante o país o compromisso de acabar com a

---

<sup>4</sup> Notícia publicada em Veja, Disponível em: <veja.abril.com.br/em.../lucros-bancos-303155.shtml> Acesso: 23/09/2009

inflação, ou pelo menos reduzi-la. Já existia na época uma forte mobilização contra o processo inflacionário, iniciada anos antes, no governo de José Sarney. Fernando Henrique era um sociólogo conhecido no Brasil e no exterior, e havia ocupado o cargo de Ministro das Relações Exteriores. O novo ministro foi então recebido com entusiasmo, pois refletia uma esperança de solução de problemas, principalmente devido à sua capacidade intelectual e conhecimento social em nível mundial.

Em 1º de agosto de 1993, o ministro promoveu a sétima mudança de moeda do Brasil, de Cruzeiro para Cruzeiro Real, para efeito de ajuste de valores. A intenção do governo era repetir mais uma vez a prática de "cortar três zeros", porém, no mesmo mês de lançamento do Cruzeiro Real a inflação medida pelo IPCA<sup>5</sup> foi de 32,96%, e em janeiro de 1994, de 41,31%.

A partir de 28 de fevereiro de 1994, como efeito da Medida Provisória nº 434, iniciou-se a publicação dos valores diários da Unidade Real de Valor (URV) pelo Banco Central. A URV serviria como moeda escritural para todas as transações econômicas, com conversão obrigatória de valores, e refletiria o valor, e portanto, a inflação do dólar. Negou-se à época que o Brasil estivesse sob um processo de dolarização. A MP nº 343 foi reeditada pelas MPs nº 482 e nº 457, e transformada posteriormente nas leis nº 8.880 e nº 9.069.

A partir de 1º de março de 1994, passou a vigorar a Emenda Constitucional nº 10, que criou o Fundo Social de Emergência (FSE) considerado essencial para o êxito do plano. A emenda produziu a desvinculação de verbas do orçamento da União, direcionando os recursos para o fundo, que daria ao governo margem para remanejar e cobrir gastos. Os gastos do governo contribuía grandemente para a hiperinflação, uma vez que a máquina do Estado brasileiro era grande, dispendiosa e ávida por mais investimentos. Poucas horas antes, o Ministro FHC foi à televisão e, em pronunciamento oficial em rede nacional, deu um ultimato ao Congresso Nacional para que aprovasse a emenda à Constituição Federal.

Em 1º de julho de 1994 houve a “virada de chave” do programa de estabilização, com o lançamento da nova moeda, o Real (R\$). Toda a base monetária brasileira foi trocada de acordo com a paridade legalmente estabelecida: CR\$2.750,00 para cada R\$1,00. A inflação acumulada até julho foi de 815,60%, e a primeira inflação registrada sob efeito da nova moeda foi de 6,08%, mínima recorde em muitos anos. O resultado positivo do Plano Real tem influenciado a política econômica brasileira desde então.

---

<sup>5</sup> Fonte: IBGE. Disponível em: <[http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc\\_ipca](http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc_ipca)>. Acesso em: 23/09/2009.

Basicamente, as principais fases de implantação do Plano Real podem ser divididas em:

- Equilíbrio das contas públicas;
- Criação da URV, com o objetivo de preservar o poder de compra da massa salarial, evitando medidas de choque como confisco de poupança e quebra de contratos;
- Lançamento do Real, sob a proposta de ser uma moeda forte, e que proporcionaria ao país alcançar a estabilidade econômica.

### **5.3.1. Principais Medidas**

Conforme citado anteriormente, já havia na sociedade e no governo brasileiro uma preocupação crescente com o controle da inflação, muito embora não houvesse um consenso a respeito das metodologias. O programa brasileiro de estabilização econômica seguiu as seguintes linhas mestras, aplicadas em conjunto:

- Desindexação da Economia

O ajuste e reajuste de preços e valores passaram a ser anualizados e obedeceriam as planilhas de custo de produção. Era necessário interromper o ciclo vicioso da inflação por expectativa, na qual se corrige valores futuros pela inflação passada, em curtos períodos de tempo. Essa atitude agravava a inflação, tornando-a cada vez maior. Era comum acontecer remarcação de preços várias vezes num mesmo dia.

- Privatizações

A troca na propriedade de grandes empresas brasileiras eliminou a obrigação pública de financiar investimentos (que contribuía para o déficit fiscal) e possibilitou a modernização de tais empresas, que sob controle estatal progrediam muito lentamente.

A iniciativa privada é capaz de financiar os seus investimentos sem estimular a inflação, e sim, o desenvolvimento, por não envolver o orçamento do governo. E ainda, na iniciativa privada não há as mesmas regras administrativas orçamentárias e licitatórias das empresas públicas, que prejudicam a produção das empresas e a concorrência.

- Equilíbrio fiscal

O plano Real viabilizou um corte expressivo nas despesas do governo e um aumento de cinco pontos percentuais em todos os impostos federais. A máquina administrativa brasileira era muito grande e consumia muito dinheiro para funcionar. Havia somente no âmbito federal 100 autarquias, 40 fundações, 20 empresas públicas (sem contar as empresas estatais), além de 2 mil cargos públicos com denominações imprecisas, atribuições mal definidas e remunerações díspares. Como o país não produzia o suficiente para zerar esta conta, decidiu-se pelo ajuste fiscal, o que incluiu cortes em investimentos, gastos públicos e demissões. Durante o governo FHC (1995-2002), aproximadamente 20 mil pessoas foram demitidas somente do governo federal. No total, o número de servidores recuou de 661,1 mil, em 1995, para 598,5 mil, em 2002. Em 2008, o número de funcionários públicos no Brasil chegou a 670,8 mil, representando cerca de sete funcionários públicos para cada mil habitantes.<sup>6</sup>

- Abertura econômica

Flexibilização das leis regulamentadoras do comércio exterior, com redução gradual de tarifas de importação e facilitação da prestação de serviços internacionais. Havia temor de que o excesso de demanda por produtos e serviços causasse a remarcação de preços, pressionando a inflação. Este processo possibilitou também a o aperfeiçoamento da indústria nacional, que foi forçada a se modernizar e aumentar a sua competitividade frente aos produtos estrangeiros. Isto permitiu uma otimização dos recursos, e um aumento da produção no longo prazo, e essa oferta de produtos contribuiu para conter a inflação.

- Política monetária restritiva

O Governo estipulou um programa de restrição monetária, estabelecendo limites para a base monetária primária (emissão de moeda) e ampliada (que inclui os títulos públicos federais em mercado). Nos dois últimos trimestres de 1994, a emissão primária de moeda ficou em R\$ 14,8 bilhões, pela média dos saldos diários no trimestre outubro-dezembro de 1994, abaixo do limite de R\$ 15,1 bilhões fixado por lei. No conceito de base ampliada, a média do último trimestre de 1994 ficou em R\$ 78,9 bilhões, também inferior ao limite de R\$ 80,1 bilhões<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Notícia publicada e disponível em: <folhaonline.com.br> Acesso em: 23/09/2009

<sup>7</sup> Fonte: Banco Central do Brasil, 2009. Disponível em: <http://www4.bcb.gov.br/?MECIR> Acesso em: 23/09/2009

Esta restrição monetária incluiu o aumento da taxa básica de juros e da taxa de depósito compulsório dos bancos. A elevação da taxa de juros teve inicialmente dois propósitos: atrair recursos para financiar os gastos públicos excedentes até que se atingisse o equilíbrio fiscal, e reduzir a pressão por financiamentos, considerados agentes inflacionários.

- Política Cambial

O controle da inflação foi inicialmente baseado na chamada “âncora cambial”, com a manutenção do câmbio artificialmente valorizado. Como efeito da valorização do Real, esperava-se um aumento das importações, com aumento da oferta de produtos e um estímulo ao aumento da competitividade da indústria nacional. A partir de 1995, o Banco Central (BACEN) adotou o regime de bandas cambiais estabelecendo um piso e um teto para esta variação. O mercado negociava a taxa de câmbio, e sofria intervenções quando as cotações ameaçassem cair abaixo do piso ou subir além do teto. Para financiar estas intervenções o BC usava recursos das reservas internacionais, que foram gradativamente consumidas, em larga escala quando ocorriam crises externas.

A crise cambial do México, ocorrida em dezembro de 1994, causou o primeiro choque externo a ser enfrentado pelo Plano Real. A fuga de dólares dos mercados emergentes para os EUA colocou em risco a estratégia utilizada pelo BACEN brasileiro. Para sustentar a valorização do Real, o governo teve de elevar drasticamente as taxas de remuneração dos títulos públicos, sendo que ao final de 1995, a SELIC alcançou 53% a.a.<sup>8</sup>

A tabela a seguir ilustra a valorização da moeda brasileira frente ao Dólar americano nos primeiros anos do plano Real:

---

<sup>8</sup> Fonte: Banco Central do Brasil, 2009. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/?SELIC>> Acesso em: 23/09/2009

Tabela 2 – Taxa de Câmbio Real Efetiva brasileira – 1994 - 1997

Taxa de Câmbio Real Efetiva				
	1994	1995	1996	1997
Jan	99,1	72,18	70,54	68,46
Fev	100,43	71,61	70,38	67,41
Mar	99,09	76,37	70,6	67,22
Abr	100,67	77,92	69,87	66,8
Mai	100,95	74,92	69,2	67,47
Jun	100	74,99	68,79	67,5
Jul	88,96	74,59	68,87	67,12
Ago	84,39	73,52	69,49	66,88
Set	80,7	73,09	69,59	67,91
Out	77,73	75,34	69,58	68,72
Nov	74,86	72,27	70,11	69,11
Dez	73,31	71,13	69,63	68,35
<b>IPCA Jun/94 = 100</b>				
<b>Fonte: BACEN</b>				

Fonte: Banco Central do Brasil, 2009

### 5.3.2. Objetivos de Longo Prazo

Os objetivos de longo prazo esperados à época do lançamento do Plano Real foram:

- Manutenção de baixas taxas inflacionárias e referências reais de valores;
- Aumento do poder aquisitivo das famílias brasileiras;
- Modernização do parque industrial brasileiro;
- Crescimento econômico com geração de empregos.

### 5.3.3. Efeitos Imediatos

O efeito regulador do Plano Real foi imediato e muito positivo em seu propósito. A inflação calculada sobre a URV nos meses de sua vigência (abril a junho) ficou em torno de 3%, enquanto que a inflação em Cruzeiros Reais (CR\$) foi de cerca de 190%. Até o início da circulação do Real (R\$), em 1º de julho de 1994, a inflação acumulada medida pelo IPCA foi de 763,12% (no ano) e 5.153,50% (nos últimos 12 meses).<sup>9</sup>

<sup>9</sup> Fonte: IBGE. Disponível em: <[http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc\\_ipca](http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc_ipca)>. Acesso em: 23/09/2009.

A inflação que consumia o poder aquisitivo da população brasileira, impedindo que as pessoas permanecessem com o dinheiro por muito tempo, principalmente entre o banco e o supermercado, estava agora sob controle. O efeito imediato mais simbólico do Plano Real foi a aposentadoria da máquina-símbolo da inflação, a "*remarcadora de preços do supermercado*", tão presente no comércio até então.

Também se considera como efeito direto do plano a vitória do candidato do governo, Fernando Henrique (PSDB-SP), nas eleições presidenciais de 1994.

#### 5.3.4. Efeitos no Médio Prazo

Entretanto, a elevação das taxas de juros praticada no Brasil a partir de 1994, que tinha por objetivo central controlar a inflação e atrair capital estrangeiro, causou também a restrição ao consumo popular e ao financiamento empresarial. Sem crédito disponível e concorrendo com produtos importados, muitas empresas foram extintas, e foi notável a redução do desempenho da economia brasileira. A taxa média de crescimento do PIB de todo o primeiro governo de FHC foi de apenas 2,6% ao ano, uma das mais baixas da história recente, como ilustra a tabela abaixo:

**Tabela 3 – Variação do PIB brasileiro – 1994 - 1998**

	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Taxa real de variação do PIB</b>	5,85	4,22	2,66	3,6	-0,12
<b>Taxa real de variação do PIB per capita</b>	4,33	2,76	1,25	2,2	-1,45

Fonte: Banco Central do Brasil, 2009

As taxas de juros brasileiras, presentes entre as mais elevadas do mundo, proporcionaram um forte fluxo de capital estrangeiro, cujo destino era o mercado financeiro, principalmente o mercado de renda fixa, o que, por sua vez, induziu forte apreciação cambial. Esta taxa de câmbio apreciada gerou acentuado aumento das importações, e redução das exportações. A consequência inevitável foi o déficit na balança comercial. Nosso país tornava-se assim cada vez mais dependente de poupança externa para financiar o déficit no câmbio comercial. Como consequência, o passivo externo líquido aumentou de US\$ 185 bilhões em 1994 para US\$ 355 bilhões em 2000<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> Fonte: Banco Central do Brasil, 2009. Disponível em: < <http://www4.bcb.gov.br/?DIVPUB> > Acesso em: 23/09/2009

A tabela a seguir ilustra o aumento das importações, a redução das exportações, e o conseqüente déficit da balança comercial brasileira no início do Plano Real:

**Tabela 4 – Saldo da balança comercial brasileira 1994 - 1995**

Período	Exportações US\$ (milhões)	Importações US\$ (milhões)	Saldo US\$ (milhões)	Período	Exportações US\$ (milhões)	Importações US\$ (milhões)	Saldo US\$ (milhões)
jan/94	2.747	1.769	978	jan/95	2.980	3.284	-304
fev/94	2.778	2.030	748	fev/95	2.952	4.012	-1.060
mar/94	3.351	2.249	1.102	mar/95	3.799	4.721	-922
abr/94	3.635	2.152	1.483	abr/95	3.394	3.864	-470
mai/94	3.862	2.625	1.237	mai/95	4.205	4.897	-692
jun/94	3.728	2.499	1.229	jun/95	4.119	4.897	-778
jul/94	3.738	2.514	1.224	jul/95	4.004	4.003	1
ago/94	4.282	2.776	1.506	ago/95	4.558	4.461	97
set/94	4.162	2.641	1.521	set/95	4.167	3.687	480
out/94	3.842	3.186	656	out/95	4.405	4.076	329
nov/94	3.706	4.115	-409	nov/95	4.048	4.137	-89
dez/94	3.714	4.523	-809	dez/95	3.875	3.932	-57

Fonte: Bacen

Fonte: Banco Central do Brasil, 2009

### 5.3.5. As Crises Econômicas

O Plano Real enfrentou, durante a sua primeira fase, lastreado pela “âncora cambial”, três grandes crises mundiais: a Crise do México (1995), a Crise Asiática (1997-1998) e a Crise da Rússia (1998).

Em dezembro de 1994, o México atravessou séria crise cambial. Depois de manter sua moeda, o peso, valorizada, o país incorreu em déficits sistemáticos na balança comercial. Quando a poupança externa foi liquidada, o governo mexicano promoveu uma desvalorização da sua moeda, que, por sua vez, desencadeou a fuga de capitais externos daquele país. O chamado "Efeito Tequila" em breve contaminou a economia brasileira. O governo então optou por elevar a taxa básica de juros SELIC para manter a atratividade de capital externo, e o Real valorizado frente à moeda norte-americana.

A crise asiática de 1997, entre muitos fatores que constituíam uma grande fragilidade nos sistemas financeiros, teve um acontecimento que lhe serviu de estopim. Os bancos japoneses concederam enormes empréstimos para empresas e governos do sudeste asiático, que deram como garantia imóveis avaliados muito acima do seu real valor de mercado. Quando o Banco Central do Japão apertou a fiscalização, esta notícia veio à tona, e desencadeou uma crise de confiança. O pânico gerado levou à fuga de capitais estrangeiros.

Em apenas um dia, 8 de janeiro de 1998, a rúpia da Indonésia sofreu uma desvalorização de 26,1%. Enquanto que o Baht, moeda da Tailândia, perdeu 50% do seu valor frente ao dólar norte-americano<sup>11</sup>. O BACEN, com o objetivo de manter a valorização do Real, elevou a taxa SELIC de 24%, em 1997, para 28%, em 1998.<sup>12</sup>

Em agosto de 1998, foi a vez da Rússia, que, sem condições de pagar sua dívida externa, anunciou a moratória e a subsequente desvalorização do Rublo. Novamente os mercados financeiros internacionais foram sacudidos por uma onda de pessimismo. Entretanto, a reação em cadeia provocada pela crise da Rússia foi relativamente menor que no caso dos países asiáticos.

Cada crise provocou um grande movimento de fuga de recursos do Brasil, colocando em risco o financiamento do seu plano de estabilização. Diante dessa situação, o governo viu-se obrigado a aumentar a taxa básica de juros para remunerar melhor esses capitais, impedindo-os de deixar o país. A taxa SELIC chegou a 45% ao ano em março de 1999. Como consequência, houve maior endividamento público, mais cortes de gastos públicos, retração de alguns setores da economia e desemprego.

Outras crises menores também prejudicaram o processo de estabilização econômica do Brasil, tais como a Crise da Argentina (2001), a Crise de 11 de setembro (2001), a Crise Eleitoral (2002) e a Crise do Apagão (2001). Esta última teve a causa ligada diretamente ao Plano Real, uma vez que houve ampliação do poder de compra da população, aumento do consumo, aumento da produção (que geram consumo de energia elétrica), e redução dos investimentos públicos no setor (como parte do programa de estabilização econômica).

#### **5.4. O Fim do Regime de Bandas Cambiais**

Desde junho de 1994, quando foi lançado o Plano Real, a nova moeda nacional brasileira foi indexada ao valor da moeda norte-americana; o Dólar. Este plano controlou a inflação, mas a paridade cambial custou muito ao governo, pois era sempre necessário atrair dólares de investidores estrangeiros ao país com taxas de retorno elevadas, principalmente através da venda de títulos públicos do governo. Em 1998, após as crises das Bolsas Asiáticas,

---

<sup>11</sup> Notícia publicada em ZH, 09/01/98, p. 18.

<sup>12</sup> Fonte: Banco Central do Brasil, 2009. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/?SELIC>> Acesso em: 15/11/2009

da Rússia e do México, esta situação tornou-se insustentável para os cofres públicos brasileiros.

Entretanto, 1998 era um ano chave para a política brasileira, pois no segundo semestre haveria eleições para presidente da República. Para que houvesse continuidade da política macroeconômica era imprescindível que o candidato da situação vencesse a eleição. Apoiado pela coalizão PSDB/PFL/PMDB, Fernando Henrique Cardoso obteve a reeleição ainda no primeiro turno.

Um elemento foi decisivo para a vitória da situação e para a manutenção do regime cambial: um empréstimo de US\$ 51 bilhões do FMI, para o Brasil manter a estabilidade cambial. Apesar desse aporte de recursos, o mercado financeiro internacional continuava muito sensível e as saídas de capital estrangeiro não cessavam. Por via de consequência, a taxa de câmbio foi aumentando progressivamente a partir de maio de 1998 dando sinais inequívocos de que uma desvalorização era inevitável. O aumento das operações de hedge e swap cambial por parte dos bancos nacionais era um sintoma de que o a economia caminhava para um choque cambial. Na tentativa de atrair capital estrangeiro, o governo ainda isentou de imposto de renda e CPMF as aplicações de capital estrangeiro no mercado de capitais. Tendo em vista o ataque especulativo às reservas internacionais brasileiras, o país não teve outra alternativa a não ser alterar a sua política cambial.

Em 13 de janeiro de 1999, o Banco Central anunciou oficialmente o abandono o regime de bandas cambiais e permitiu a flutuação da taxa de câmbio, o que gerou, nos primeiros meses da mudança, uma percepção de risco elevado em relação à sua capacidade de reencontrar a estabilidade macroeconômica. Saiu da presidência do BC o economista Gustavo Franco, que foi substituído por Armínio Fraga Neto.

Quem mais ganhou com essa mudança foram os bancos brasileiros, que auferiram lucros exorbitantes, principalmente no último mês do regime de bandas cambiais. Quem mais perdeu foram as empresas brasileiras que apostaram na manutenção da paridade cambial, contraíram dívidas em dólares, e viram estas dívidas serem multiplicadas.

### 5.5. O Sistema de Metas de Inflação no Brasil

O sistema de metas de inflação foi formalmente adotado no Brasil no dia primeiro de julho de 1999, a partir do decreto presidencial n. 3088 e da resolução n. 2615 do Conselho Monetário Nacional (CMN). O índice de inflação escolhido pelo CMN para determinação e averiguação do funcionamento do regime de metas de inflação foi o Índice de Preços ao Consumidor no Atacado (IPCA) calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatísticas (IBGE).

Pelo fundamento básico deste sistema de política monetária, criado na Nova Zelândia em 1990, o governo determina qual será a meta do nível de inflação no país no período, e torna pública à sociedade a sua política monetária, que passa a ter como único objetivo alcançar a meta inflacionária determinada (CARDIM; *et al*; 1999). As chamadas “bandas” dão uma maior flexibilidade ao sistema, estipulando uma margem para enquadrar a inflação.

A transparência da política econômica e fiscal do governo é fundamental, a fim de manter o compromisso da meta, e assim, transmitir segurança aos agentes econômicos. Este compromisso, chamado “âncora”, passa a ser representado pela credibilidade do banco central, responsável por manter a estabilidade monetária, através da fixação da taxa básica de juros. O alcance das metas definidas pelo Conselho Monetário Nacional é oficialmente, de acordo como decreto n. 3088, de responsabilidade do Banco Central.

A “Âncora” que representa o Banco Central está diretamente ligada à sua reputação e ao seu grau de autonomia, que impactam na sua credibilidade em manter a meta. Este grau de autonomia é relacionado ao nível de independência do BC, que para buscar atingir os objetivos do sistema de metas, não pode estar sujeito a tomar decisões devido a pressões políticas. Quanto mais independente for o Banco Central, mais confiança tende a inspirar nos agentes econômicos, tornando mais eficiente a condução da política monetária. Caso as pressões políticas tenham efeito sobre as decisões do BACEN, a política pode tornar-se inconsistente, afetando a sua credibilidade, ponto central da “âncora”.

Desde a instituição do sistema de metas de inflação, o Brasil vem demonstrando relativo sucesso no controle dos preços. Após dez anos de utilização do sistema, a inflação efetiva ficou dentro da meta em sete deles. A tabela a seguir ilustra esta afirmação:

Tabela 5 – Comparação entre a meta de inflação definida pelo BACEN e o IPCA – 1999 - 2008

Ano	Meta	Banda	IPCA
1999	8,00%	2,00%	8,94%
2000	6,00%	2,00%	5,97%
2001	4,00%	2,00%	7,67%
2002	3,50%	2,00%	12,53%
2003	3,25%	2,00%	
2003*	4,00%	2,50%	9,30%
2004	3,75%	2,50%	
2004*	5,50%	2,50%	7,60%
2005	4,50%	2,50%	5,69%
2006	4,50%	2,00%	3,14%
2007	4,50%	2,00%	4,46%
2008	4,50%	2,00%	5,90%
* 2003 e 2004 tiveram ajustes na meta pelo BACEN			
Fonte: Bacen			

Fonte: Banco Central do Brasil, 2009

Já o crescimento econômico neste sistema deixou a desejar. Durante o período de 1999 a 2008, o Brasil teve um crescimento médio do seu Produto Interno Bruto de 3,3%, enquanto a média de crescimento mundial foi de 5,1%.<sup>13</sup>

Este argumento é muito utilizado pelos críticos ao sistema de metas, pois embora o controle inflacionário seja uma condição necessária para o desenvolvimento econômico, e o sistema de metas é, de fato, eficiente neste sentido, é necessário discutir os resultados do regime de metas em uma perspectiva mais ampla, que inclua o conceito de estabilidade macroeconômica. Segundo este grupo, a discussão sobre o comportamento da inflação deve incluir o crescimento econômico e as interações entre a política fiscal e monetária. A tabela a seguir representa o desempenho da economia nos últimos dezenove anos e um quadro comparativo desde a década de 1960 até hoje.

<sup>13</sup> Fonte: FMI. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/data.htm>>. Acesso em: 15/11/2009

Tabela 6 – Evolução do PIB e taxas médias de crescimento brasileiro

Indicadores Econômicos

21-out-2009

<b>I.51 - Produto Interno Bruto</b>									
Período	Preços correntes em R\$	Em milhões de R\$ de 2008	Variação percentual real	Preços correntes em milhões de US\$ <sup>1/</sup>	População Em mil	Per capita			
						Preços correntes R\$	Em R\$ de 2008	Variação percentual real	Preços correntes em US\$ <sup>1/</sup>
1990	11548 794,55	1698 229,02	-4,3	469 318	146 593	0,08	11584,69	-7,1	3 201,51
1991	60 285 999,27	1715 720,78	1,0	405 679	149 094	0,40	11507,62	-0,7	2 720,96
1992	640 958 767,64	1706 394,47	-0,5	387 295	151547	4,23	11259,85	-2,2	2 555,61
1993	14 097 114 181,82	1790 430,41	4,9	429 685	153 986	91,55	11627,26	3,3	2 790,43
1994	349 204 679 000,00	1895 221,98	5,9	543 087	156 431	2.232,32	12 115,39	4,2	3 471,73
1995	705 640 892 091,87	1975 272,24	4,2	770 350	158 875	4.441,49	12 432,87	2,6	4 848,78
1996	843 965 631318,91	2 017 750,45	2,2	840 268	161323	5.231,52	12 507,51	0,6	5 208,60
1997	939 146 616 911,84	2 085 855,54	3,4	871274	163 780	5.734,20	12 735,73	1,8	5 319,79
1998	979 275 748 883,34	2 086 592,80	0,0	843 985	166 252	5.890,31	12 550,78	-1,5	5 076,54
1999	1064 999 711 799,09	2 091894,38	0,3	586 777	168 754	6.310,98	12 396,15	-1,2	3 477,12
2000	1 179 482 000 000,00	2 101975,26	4,3	644 984	171280	6.886,28	12 739,24	2,8	3 765,67
2001	1302 136 000 000,00	2 210 627,19	1,3	553 771	173 808	7.491,81	12 718,79	-0,2	3 106,10
2002	1477 822 000 000,00	2 269 387,74	2,7	504 359	176 304	8.382,24	12 872,02	1,2	2 860,74
2003	1699 948 000 000,00	2 295 408,99	1,1	553 603	178 741	9.510,66	12 842,07	-0,2	3 097,23
2004	1941498 000 000,00	2 426 529,46	5,7	663 783	181 106	10.720,25	13 398,42	4,3	3 665,17
2005	2 147 239 000 000,00	2 503 199,88	3,2	882 439	183 383	11.709,03	13 650,10	1,9	4 811,99
2006	2 369 797 000 000,00	2 602 602,11	4,0	1088 911	185 564	12.770,77	14 025,35	2,7	5 868,11
2007	2 597 611 423 917,74	2 750 099,89	5,7	1333 818	187 642	13.843,46	14 656,12	4,5	7 108,33
2008	2 889 718 577 034,63	2 889 718,58	5,1	1573 321	189 613	15.240,10	15 240,10	4,0	8 297,55

Fonte: IBGE

1/ Estimativa do Banco Central.

<b>Taxas médias de crescimento (%)</b>			
Período	PIB	População	PIB per capita
Década de 60 (1961-1970)	6,17	2,89	3,19
Década de 70 (1971-1980)	8,63	2,44	6,04
Década de 80 (1981-1990)	1,57	2,14	-0,56
Década de 90 (1991-2000)	2,54	1,57	0,95
De 2001a 2008	3,57	1,28	2,27

Fonte: FGV e IBGE

Fonte: Fundação Getúlio Vargas e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, 2009.

Comparado às décadas de 1960 e 1970, o crescimento da economia brasileira durante o sistema de metas de inflação é baixo. Porém, se comparado às décadas de 1980 e 1990, houve uma significativa retomada no crescimento. O sistema de metas possibilitou o controle da inflação, a evolução gradual do desempenho da economia, e a recomposição das reservas internacionais, fundamentais para proteger a economia do país frente a abalos externos, como veremos a seguir.

## **6. A CRISE ECONÔMICA E FINANCEIRA DE 2008**

### **6.1. A “Bolha” do Mercado Imobiliário Norte-Americano**

Desde o início do governo de George W. Bush, em 2000, a economia dos Estados Unidos passou a ser cada vez menos controlada pelo estado. O liberalismo econômico extremo praticado como política dos órgãos reguladores permitiu que os investimentos financeiros fossem realizados naquele país de forma cada vez mais agressiva. O governo norte-americano reduziu drasticamente as taxas básicas de juros do país com o objetivo de estimular o aquecimento econômico, impulsionado ainda pelas guerras que o país esteve envolvido no Oriente Médio. Isto elevou o nível de investimento, e gerou grande especulação sobre ativos em alta. O risco destes investimentos era ignorado, pela expectativa ilusória de que a valorização seria contínua e perpétua. Este cenário compõe todos os elementos do que os economistas chamam de “bolha”.

Em 2007 apareceram os primeiros sinais da fragilidade do sistema financeiro norte-americano. O mercado imobiliário ficou em evidência, pela sua já habitual concessão de crédito sem a devida análise sobre a possibilidade de inadimplência e exigência de garantias.

A tabela 7 ilustra a variação ocorrida no índice de preços de imóveis no mercado norte-americano de 1997 a 2008. No período de 2001 a 2006, houve uma valorização média anual de 11,5%. Segundo a Standard & Poors, pela avaliação do Índice Nacional de preços de Imóveis Case-Shiller, no período de janeiro de 2006 a janeiro de 2007 percebeu-se a valorização deste índice em 140%. A partir de 2006 esta tendência foi invertida, chegando a registrar uma variação negativa de 16,3% em julho de 2008.

**Tabela 7 – Variação no índice de preços de imóveis nos EUA – 1997 - 2008**



Fonte: S&P Case-Shiller – Índice de preços de imóveis dos EUA.

A tabela 8 mostra o número de novas residências construídas nos Estados Unidos no período de 1997 a 2008. Percebe-se um crescimento acelerado do nível destes investimentos até janeiro de 2006, quando atingiu-se a marca de 2.273.000 novas residências concluídas em um único mês. Entretanto, de janeiro de 2006 a setembro de 2008 ocorreu uma variação negativa de 66%, que chegou a registrar 817.000 novas residências no mês.

**Tabela 8 – Residências novas nos EUA – 1997 - 2008**



Fonte: US Census Bureau

O chamado *boom* imobiliário ocorrido nos EUA até 2006 por si só não explica as causas da crise, mas ilustra a elevação do nível de investimentos e a especulação sobre os ativos em alta.

A falta de controle por parte do Estado norte-americano sobre o seu sistema financeiro permitiu a criação de mecanismos de dispersão de risco e securitização de títulos. Estes

mecanismos são extremamente complexos, mas o seu conceito é simples. Um conjunto de contratos de crédito imobiliário é utilizado como base para a emissão de outros títulos, cuja taxa de remuneração é baseada nos juros pagos pelo tomador da hipoteca. Os compradores destes títulos não estão cientes do risco real do seu investimento porque não conhecem as hipotecas que lhe servem de lastro. Os riscos de tais investimentos muitas vezes eram terceirizados através de seguradoras, como a AIG, por exemplo. Criou-se assim os chamados RMBS (Residential Mortgage-Backed Securities), títulos baseados em hipotecas residenciais. O risco se dispersava à medida em que estes títulos padronizados poderiam ser renegociados por inúmeras vezes no mercado, mas o sistema como um todo se tornava mais frágil à medida em que estes títulos passaram a ser utilizados como garantia. (LIMA, MATHIAS, 2009)

A criação de tais mecanismos financeiros exponenciou as possibilidades de repasses de títulos a taxas de retorno cada vez mais altas, elevando os riscos e a rentabilidade de títulos que mais tarde revelariam ser podres. As empresas financeiras especializadas no mercado imobiliário, aproveitando o bom momento do mercado, passaram a atender o segmento "*subprime*". O cliente "*subprime*" é um cliente de renda baixa, por vezes com histórico de inadimplência e com dificuldade de comprovar renda.

Em setembro de 2007, o BNP Paribas Investment Partners - divisão do banco francês BNP Paribas - congelou cerca de 2 bilhões de euros dos fundos Parvest Dynamic ABS, o BNP Paribas ABS Euribor e o BNP Paribas ABS Eonia, citando preocupações sobre o setor de crédito "*subprime*" nos EUA. Segundo o banco, os três fundos tiveram suas negociações suspensas por não ser possível avaliá-los com precisão.

Depois dessa medida, o mercado imobiliário passou a reagir em pânico e algumas das principais empresas de financiamento imobiliário passaram a sofrer os efeitos da retração; a American Home Mortgage (AHM), uma das 10 maiores empresa do setor de crédito imobiliário e hipotecas dos EUA, pediu concordata.

Outra das principais empresas do setor de financiamento imobiliário nos EUA, a Countrywide Financial, registrou prejuízos decorrentes da crise e foi comprada pelo Bank of America. A Countrywide responde por cerca de um quinto de todas as hipotecas nos EUA e foi uma das instituições mais atingidas pela crise das hipotecas "*subprime*".<sup>14</sup>

O choque da crise levou à concordata as duas gigantes americanas do setor hipotecário, Fannie Mae e Freddie Mac. Ambas contaram com o socorro do governo, pois a

---

<sup>14</sup> Notícia publicada e disponível em: <folhaonline.com.br> Acesso em: 15/11/2009

falência destas empresas geraria uma reação em cadeia na economia norte-americana, com prejuízos muito maiores.

Quando a bolha estourou, gerou um pânico generalizado no mercado financeiro global. A evidência de que boa parte dos títulos que vinham sofrendo alta valorização nos últimos anos eram lastreados por títulos podres fez com que os investidores que estavam com a propriedade destes títulos corresse para vendê-los, provocando uma despencada acentuada nos preços.

Não se sabia ao certo quais instituições financeiras detinham estes créditos podres, freando os empréstimos no mercado interbancário. Este processo levou ao que os economistas chamam de “empoçamento” no mercado interbancário, pois o crédito secou para muitos bancos que necessitavam de empréstimos para cobrir as suas perdas.

O excesso de agressividade no perfil de investimento, com a concessão de empréstimos sem as devidas análises e garantias, em troca de taxas de retorno cada vez mais atrativas, mas com um risco cada vez maior, levou à falência de muitas instituições financeiras pequeno, médio e grande porte.

A segunda-feira, dia 15 de setembro de 2008, marcou o dia em que o pânico da crise econômica mundial começou a se espalhar pelo mundo. Muitos dos que achavam que a crise não teria conseqüências maiores nos Estados Unidos mudaram de ideia quando o Lehman Brothers, então o 4º maior banco dos EUA, anunciou que entrava em concordata e que o governo não ajudaria a resgatá-lo. Lehman Brothers foi apenas uma das instituições norte-americanas seculares de grande porte que não resistiu e foi à falência. O governo Bush, neste caso, manteve a posição de não intervencionismo. Entretanto, com o pânico se espalhando, as autoridades dos EUA tiveram que resgatar a seguradora AIG dois dias depois, em 16 de setembro. Em 3 de outubro, o Congresso dos Estados Unidos aprovou um plano de ajuda ao sistema financeiro, no valor de mais de US\$ 850 bilhões.

A volatilidade nos mercados financeiros, causada pela percepção de baixa liquidez e a expectativa negativa sobre o grau de solvência das instituições financeiras, contribuiu para a crise de confiança no sistema financeiro internacional.

## 6.2. O Socorro ao Sistema Financeiro

Com o agravamento da crise no sistema financeiro internacional, as autoridades legislativas se viram pressionadas a aprovar a intervenção estatal, buscando atenuar os efeitos da crise de liquidez e de confiança no sistema.

A Lei de Estabilização Econômica de Emergência 2008, aprovada pelos Congressistas norte-americanos, formalizou o plano de socorro, disponibilizando um total de US\$ 850 bilhões para sanar a carteira dos bancos, seguradoras e outras instituições financeiras e financiar a redução de impostos e a prorrogação de créditos fiscais.

As condições do plano incluíram o aumento das garantias ao contribuinte norte-americano, com a elevação do limite do seguro federal para depósitos em conta corrente, pela Corporação Federal de Seguro de Depósitos (FDIC, em inglês) de US\$ 100 mil para US\$ 250 mil.

A aprovação do plano de socorro pelo Legislativo dos EUA foi positiva. Porém, a iniciativa do pacote foi tardia, visto que os sinais de crises já estavam presentes desde 2007 e apenas agravou-se em setembro de 2008.

Na Europa, muitos bancos também demonstraram problemas de liquidez e necessitaram de financiamento do BCE (Banco Central Europeu). Tanto o FED quanto o BCE intervieram no mercado financeiro, injetando liquidez, com operações no mercado aberto, redução dos depósitos compulsórios e criação de linhas de créditos e refinanciamentos para as instituições financeiras para controlar a volatilidade presente nos mercados. Os países da União Européia (UE), além da liberação de recursos diretos aos bancos e instituições financeiras que enfrentavam dificuldades, anunciaram por meio da reunião dos secretários de finanças dos países membros do bloco o aumento da garantia de depósitos de 20 mil para 50 mil euros para tranquilizar os correntistas e evitar uma corrida aos bancos. A redução das taxas de juros pelos bancos centrais dos EUA e Europa também estiveram entre as medidas de combate à crise.

### 6.3. A Crise e o Sistema Financeiro Brasileiro

A concessão de crédito limitada, grande aversão ao risco e altas taxas de juros, características consideradas deficiências do sistema financeiro brasileiro, acabaram protegendo o país dos efeitos mais nocivos da crise econômica mundial.

Enquanto nos Estados Unidos muitos bancos receberam socorro financeiro ou faliram, no Brasil o setor bancário foi o mais lucrativo nesse período, segundo estudo elaborado pela consultoria Economatica. De acordo com o estudo, entre 303 empresas de capital aberto do país, o setor bancário foi o que registrou maior lucro nos primeiros seis meses de 2009, com R\$ 14,3 bilhões, equivalentes a 23,5% do lucro consolidado de todas as companhias avaliadas.

Um ranking elaborado pela mesma consultoria com os 20 maiores bancos de capital aberto da América Latina e dos Estados Unidos revela que as três instituições com maior rentabilidade sobre patrimônio no primeiro semestre são brasileiras: Banco do Brasil, Bradesco e Itaú Unibanco.

Alguns economistas afirmam que as altas taxas de juros praticadas no mercado de crédito brasileiro permitem aos bancos não assumirem riscos com outras operações, como fizeram países em que os juros eram baixos e as margens menores.

Em um estudo divulgado em março de 2009, três bancos brasileiros estão entre os cinco mais lucrativos do continente (exceto Canadá). Esta situação ilustra um relativo conforto e um grande fortalecimento dos grandes bancos brasileiros no cenário mundial, desde o início da crise financeira.

Tabela 9 – Ranking de bancos mais lucrativos das Américas - 2008

OS BANCOS MAIS LUCRATIVOS DAS AMÉRICAS - EXCETO CANADÁ			
	Empresa	País	Lucro em 2008 (Em US\$ milhões)
1	JP Morgan Chase	EUA	5.605
2	Bank of America	EUA	4.008
3	<b>Banco do Brasil</b>	<b>Brasil</b>	<b>3.767</b>
4	<b>Itaú</b>	<b>Brasil</b>	<b>3.339</b>
5	<b>Bradesco</b>	<b>Brasil</b>	<b>3.261</b>
6	US Bancorp	EUA	2.946
7	American Express	EUA	2.699
8	Wells Fargo	EUA	2.655
9	Goldman Sachs	EUA	2.322
10	State Street Corp.	EUA	1.811
11	Morgan Stanley	EUA	1.707
12	BB&T	EUA	1.519
13	Bank of NY Mellon	EUA	1.419
14	PNC Bank	EUA	882
15	SunTrust Banks	EUA	796
16	Northern Trust	EUA	795
17	<b>Santander Brasil</b>	<b>Brasil</b>	<b>676</b>
18	Santander Serfin GF	México	616
19	M&T Bank	EUA	556
20	Santander	Chile	522
Fonte: Economatica			

Fonte: Consultoria Económica, 2009

O Banco Central já está hoje em fase de reversão dos incentivos criados para combater os efeitos da crise internacional no País. Depois de interromper, no início do mês de novembro de 2009, a redução da taxa básica de juros, os diretores do BACEN redefiniram as regras sobre os depósitos compulsórios. A liberação destes recursos foi definida para aumentar a liquidez do crédito no país, restringida pelo risco de inadimplência e falência de bancos.

O benefício de abater do recolhimento obrigatório o valor usado na compra de carteiras de créditos e outros ativos foi limitado a bancos pequenos, que têm patrimônio de até R\$ 2,5 bilhões. As medidas anteriores permitiam deduzir do compulsório aquisições feitas por instituições com patrimônio de até R\$ 7 bilhões. Como contrapartida, foi reduzida a alíquota do compulsório incidente sobre os depósitos a prazo de 15% para 13,5%. Segundo dados do BACEN, no período de outubro de 2008 a outubro de 2009, foram liberados mais de R\$ 100 bilhões dos recursos destinados a depósitos compulsórios.

#### 6.4. A Economia Brasileira Perante a Crise

O Brasil sofreu uma leve retração nas suas atividades econômicas nos dois primeiros trimestres de 2009. Comparada às economias de outros países, esta retração foi menos intensa e duradoura.

Após dois trimestres consecutivos de queda, o Produto Interno Bruto do Brasil avançou 1,9% no segundo trimestre de 2009 ante os três primeiros meses do ano, encerrando o período de recessão no País. A indústria também voltou a crescer, após acumular grandes perdas. O PIB industrial avançou 2,1% em comparação com o primeiro trimestre. Já a taxa de investimento (FBCF/PIB) ficou em 15,7%, a menor apurada em um segundo trimestre desde 2003. Os dados foram divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

O Brasil é um país de carga tributária muito elevada, que chegou a 35,8% do PIB em estudo realizado em julho de 2009 (segundo o site [estadão.com.br](http://estadão.com.br)). Isto viabiliza ao nosso governo um recurso muito eficaz para estimular as atividades econômicas e o consumo, que é a redução de tributos.

A indústria automobilística nacional foi incentivada pela redução do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) aplicado sobre automóveis, assim como a indústria de eletrodomésticos pela redução do mesmo imposto, incidente sobre a chamada linha branca (geladeiras, *freezers*, fogões, bebedouros, máquinas de lavar e secadoras).

Trata-se de uma medida paliativa de estímulo ao consumo, mas que não pode ser sustentada a longo prazo. Os gastos do governo seguem sendo elevados, e a receita é decrescente, parte devido às isenções fiscais concedidas, parte devido à redução das atividades econômicas. Esta situação direciona o país para um desequilíbrio entre arrecadação e gastos do governo que deve gerar um déficit fiscal no médio prazo.

## 7. OS QUINZE ANOS DO PLANO REAL

Em 2009, o Plano Real completou quinze anos. Trata-se de uma data importante porque remete os economistas a realizarem um balanço geral a respeito do Plano. Muitos argumentos positivos são relativos à estabilidade econômica que o plano proporcionou, com o controle da inflação e a retomada do crescimento econômico planejado. Os argumentos negativos concentram-se em torno da taxa básica de juros, que de fato é muito elevada, comparada a qualquer país do planeta. O privilégio aos bancos neste período do plano, no qual o setor bancário registrou lucros astronômicos e subseqüentes, também é alvo de muitas críticas. Em anexo a este trabalho, reproduzimos entrevistas realizadas com alguns dos mais importantes economistas do país, que apresentaram a sua opinião a respeito dos quinze anos do plano.

A exemplo desta situação, desde o início do plano, os juros foram o melhor investimento no país. O CDI, que tem variação muito próxima à taxa básica de juros (Selic), subiu mais de 2.000% de julho de 1994 até julho de 2009. A Bolsa de Valores vem em seguida, com alta de 1.300%.

## **8. CONCLUSÃO**

A conclusão deste trabalho tem por objetivo analisar o posicionamento atual da economia brasileira dentro do cenário macroeconômico mundial, e, baseado nesta análise, projetar o cenário macroeconômico futuro.

A crise financeira ocorrida em 2008 colocou em prova a linha seguida pelo governo na sua política macroeconômica. Aliados a outros elementos conjunturais, as decisões do Banco Central do Brasil, dos Ministérios da Fazenda e do Planejamento colocaram o Brasil em uma situação menos desfavorável do que a que se encontra a maioria dos países que estavam em situações semelhantes, caso da Rússia e da Índia, dos países que tradicionalmente são menos abalados por choques internacionais, caso da União Européia, e do país que representou o epicentro da crise, os Estados Unidos.

O aquecimento do mercado interno vem sido apontado como um dos principais fatores que proporcionaram a diminuição da vulnerabilidade da economia brasileira a choques externos. Este aquecimento é atribuído em grande parte a programas sociais do governo, como o Programa Fome Zero, mas também é, em grande parte, proveniente da situação favorável criada pela política macroeconômica. A estabilização da inflação permitiu ao banco central reduzir gradativamente as taxas de juros, aumentando o acesso ao crédito a uma parcela maior da população. Além disto, o reduzido, porém contínuo, crescimento econômico dos últimos anos permitiu uma elevação gradual no nível de empregos formais, que certamente colaboraram para a consolidação da demanda interna.

### **8.1. O Sistema de Metas de Inflação**

Apesar do desempenho da economia brasileira não ter sido expressivo nos últimos dez anos, o autor deste trabalho acredita que o sistema de metas de inflação trouxe, sim, enormes benefícios ao país. O plano Real baseado no regime de bandas cambiais foi o grande responsável pelo controle da inflação inercial que dominava a nossa economia até então, mas este regime se mostrou extremamente caro aos cofres públicos e vulnerável a crises externas e ataques especulativos, além de prejudicar muito o setor exportador, consumindo as reservas internacionais do país.

Neste sentido, o sistema de metas se mostrou muito mais eficiente e sustentável no longo prazo, por tornar possível o controle da inflação em conjunto com o crescimento lento, gradual e sustentável do setor exportador, das reservas internacionais, e da economia brasileira como um todo. Certamente, na medida em que o Brasil demonstrar esta maturidade e estabilidade frente aos investidores internacionais, e o nosso mercado interno estiver cada vez mais consistente, a nossa economia estará conseqüentemente mais consolidada e resistente a abalos externos. Será possível, desta forma, reduzir gradualmente as taxas de juros do país até que estas cheguem ao nível dos países desenvolvidos, no longo prazo.

Com taxas de juros mais baixas, a inflação sob controle, e o governo respeitando a responsabilidade fiscal, será possível ao país almejar uma posição mais privilegiada no cenário econômico global.

## **8.2. Os Bancos**

Quando o Plano Real acabou com a inflação em 1994, muitos analistas disseram que os bancos sofreriam para sobreviver com estabilidade financeira. Depois, previu-se que seriam engolidos pelos bancos estrangeiros, tidos como mais eficientes, modernos e adaptados à economia sem inflação. Por último, alguns especialistas estimaram que o lucro dos bancos despencaria na mesma proporção que a taxa básica de juros definida pelo Banco Central. Os balanços dos grandes bancos do país, contudo, não refletiram essas previsões. Os bancos líderes do mercado formam hoje o setor da economia que mais rápida e eficientemente reagiu às bruscas mudanças de ambiente econômico pelas quais o Brasil passou. Mesmo com inflação relativamente baixa e eventuais cortes de juros, os lucros continuaram quebrando recordes.

Isto ilustra um alto nível de maturidade das instituições financeiras brasileiras, com elevado nível de competitividade, e que compõe a atual solidez do sistema financeiro nacional.

### 8.3. Projeção do Cenário Macroeconômico

A economia brasileira vem demonstrando sinais de recuperação mais forte do que a dos países da Europa e dos Estados Unidos. As projeções de bancos e instituições do governo apontam que PIB brasileiro deverá se manter na estabilidade no ano de 2009, possivelmente com uma leve variação positiva de menos de um ponto percentual.

A estimativa para a variação do IPCA de 2009 é de 4,25%<sup>15</sup>, dentro da meta estipulada pelo Banco Central, que é de 4,5% com margem de 2%. A taxa SELIC deve fechar o ano em 8,75% ao ano, no mesmo patamar que se encontra hoje.

Mesmo antes da crise econômica de 2008, o Banco Central já dava sinais de que a taxa SELIC entrava em um processo de declínio. O sistema de metas de inflação no Brasil já pode ser considerado como estável, dez anos após a sua implantação. A credibilidade dos agentes econômicos junto à prioridade do Banco Central em manter a inflação sob controle, que constitui a “âncora” do sistema, está cada vez mais consolidada. A confiança dos investidores internacionais de que o Banco Central brasileiro é independente e exerce uma política monetária responsável também amadureceu muito.

Este cenário permite que o Banco Central reduza a taxa básica de juros. Entretanto, mais uma vez, é importante que esta redução seja feita de maneira lenta e gradual, sem nunca colocar em risco o cumprimento das metas estipuladas. Isto poderia colocar em risco a própria credibilidade do Bacen em risco, acabando com a possibilidade de funcionamento do sistema.

Se o cenário internacional não apresentar nenhum outro abalo considerável nos próximos anos, não seria imprudente afirmar que o Brasil pode ter a sua taxa básica de juros em torno de 6% ao ano ao final do ano de 2012.

O Dólar está sendo gradativamente desvalorizado, desde 2006. Esta tendência foi interrompida pela crise financeira de 2008, quando os investidores norte-americanos tiveram que sacar seus investimentos nos mercados emergentes para cobrir perdas ocorridas nos seu mercado doméstico, causando uma disparada do Dólar. Entretanto, a desvalorização do Dólar já foi retomada, e deve continuar até o próximo abalo externo significativo.

---

<sup>15</sup> Fonte: Banco Central do Brasil, Boletim Focus 27.11.2009

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BANCO CENTRAL DO BRASIL, **Economia e Finanças**. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/?ECONOMIA>>.
- CARDIM de Carvalho, Fernando J. *et al.* **Economia Monetária e Financeira**. 2ª edição. São Paulo: Editora Campus, 1999.
- CRESPO, Sílvio. **Real completa 15 anos; conheça seis visões sobre o plano**; São Paulo; Disponível em: <http://economia.uol.com.br/ultnot/2009/07/01/ult4294u2732.jhtm>. Acesso em: 01/07/2009
- CURADO, Marcelo Luiz. OREIRO, José Luis. **Artigo: Metas de Inflação: uma avaliação do caso brasileiro**. 2005.
- DORNBUSCH, Rudiger; FISHER, Stanley. **Macroeconomia**. 5ª edição. São Paulo: Makron Books do Brasil Editora. 1991.
- FRANCO, Gustavo. **A balança comercial e seus truques**. 2000. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/a72.htm>>. Acesso em: 13/10/2009
- FRANCO, Gustavo. **A Década Perdida e a das Reformas**. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/a48.htm>>. Acesso em: 21/07/2009
- FROYEN, Richard T. **Macroeconomia**. 5ª edição. São Paulo: Editora Saraiva. 1999.
- LANZANA, Antônio Evaristo. **Economia Brasileira – 3ª edição**. São Paulo, Editora Atlas. 2005.
- LIMA, Diego Teixeira; MATHIAS, João Felipe. **Uma interpretação da crise do subprime segundo a abordagem de Hyman Minsky**. Instituto de Economia, UFRJ. 2009.
- KEYNES, John Maynard. **Teoria Geral do Emprego, Juros e Moeda – 1ª edição**. São Paulo, Editora Atlas. 1982.
- KRUGMAN, Paul R.; OBSTFELD, Maurice. **Economia internacional – Teoria e Política**. 5ª edição. São Paulo: Makron Books do Brasil Editora. 2001.



## ANEXO A

### OPINIÕES IMPORTANTES SOBRE O PLANO REAL

Em julho de 2009, o site [www.uol.com.br](http://www.uol.com.br) publicou entrevistas realizadas com seis personalidades importantes da economia brasileira, que foram convidados a realizar uma análise sobre os quinze anos do plano. Foram eles: Delfim Netto, Armínio Fraga, Gustavo Franco, Glauco Arbix, Maílson da Nóbrega e Julio Gomes de Almeida.

#### **Delfim Netto**

##### **UOL - Qual a principal consequência positiva do Plano Real até hoje?**

**Delfim** - O principal resultado do Plano Real foi recuperar a credibilidade da moeda brasileira depois de uma década de erosão contínua e profunda, num processo acelerado de inflação que estava conduzindo a economia brasileira à tragédia de uma hiperinflação.

Manobrando com maestria um engenhoso plano de transição da antiga moeda para o real, a equipe econômica do governo Itamar Franco conseguiu convencer a sociedade de que a inflação podia ser controlada e de que era possível voltar a viver com estabilidade monetária.

No governo seguinte, o Plano Real se consolidou e a economia atravessou um longo período de relativa estabilidade. A inflação só voltou a ameaçar no final do segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso devido à excitação pré-eleitoral, mas voltou a ser combatida com eficiência nos primeiros meses do governo Lula, de tal sorte que o país se acostumou na realidade a viver com níveis baixos de inflação.

##### **UOL - Qual a maior falha no Plano Real?**

**Delfim** - Foi a insistência no uso da política cambial como a âncora que seguiu a inflação, especialmente no primeiro mandato de FHC. Ela exigiu a utilização de uma política de manutenção de taxas de juro internas muito superiores às taxas do mercado mundial, o que atraiu investimentos externos majoritariamente voltados para a especulação financeira de curto prazo.

A consequência dessa política foi uma persistente sobrevalorização do real que sacrificou duramente nossas exportações, especialmente as industriais.

O resultado ao final do governo FHC todos conhecem: um déficit nas contas externas de US\$ 180 bilhões que nos obrigou a fazer vultosos empréstimos no Fundo Monetário Internacional, só resgatados no final do primeiro mandato do presidente Luiz Inácio Lula da Silva.

### **UOL - Qual o futuro do real?**

**Delfim** - Não vejo risco de reversão da política de estabilidade porque a própria sociedade tem demonstrado permanentemente aos governos que não vai se conformar com o retorno da inflação.

O ponto importante é que temos hoje políticas que combinam essa estabilidade com a indução ao crescimento. A boa condução dessas políticas foi testada e se saiu bem até agora durante esta infeliz e desnecessária crise financeira que importamos.

Minha confiança é maior ainda por duas coisas que talvez muitos brasileiros não se dêem conta e que são fundamentais. Pela primeira vez, o Brasil tem sob "seu controle", em suas mãos, os dois grandes problemas que sempre interromperam o desenvolvimento em sua história: a escassez de energia e as crises de financiamento externo.

Isso se deve à confirmação das quantidades de energia (óleo e gás) existentes e ao alcance de nossa capacidade de extração nas jazidas do pré-sal, técnica e financeiramente. Além de garantir a oferta da energia, seu valor potencial é suficiente para afastar as ameaças de crises em nossas transações correntes com o exterior.

É isso que me permite afirmar que temos pelos menos 25 anos de crescimento pela frente, que poderá ser robusto, comparável ao dos países que mais crescem hoje em dia. E sustentável pelas próximas gerações de brasileiros, se usarmos a nossa inteligência para evitar grandes erros. Os mais jovens provavelmente não lembram, mas o Brasil cresceu durante um bom período no século passado a um ritmo de deixar chinês de olho redondo, de espanto...

Armínio Fraga, sócio-fundador da Gávea Investimentos, ex-presidente do Banco Central (1999-2003)

**Armínio Fraga**



**UOL - Qual a principal consequência positiva do Plano Real até hoje?**

**Fraga** - Fazer a sociedade, especialmente os mais pobres, entender como é bom ter inflação baixa.

**UOL - Qual a maior falha no Plano Real?**

**Fraga** - Nada que tenha a importância da resposta anterior.

**UOL - Qual o futuro do real?**

**Fraga** - Penso que o real mais estável virou uma conquista da sociedade e que, na sua versão atual, tem chance de sobreviver. Refiro-me ao conjunto de metas para a inflação, câmbio flutuante, estabilidade financeira e responsabilidade fiscal. Se o crescimento do gasto público for contido, as chances aumentam muito.



Gustavo Franco, sócio-fundador da Rio Bravo, ex-presidente do Banco Central (1997-1999)

### **Gustavo Franco**

#### **UOL - Qual a principal consequência positiva do Plano Real até hoje?**

**Franco** - Hoje o Brasil tem uma moeda nacional da qual pode se orgulhar, e isso se desdobra em um sem numero de conseqüências favoráveis. Antes de 1994, nos não tínhamos moeda; tivemos oito padrões nos últimos 60 anos.

Não é possível falar de distribuição de renda e riqueza, nem de crescimento, em um país com taxa de inflação de 40% ao mês, como tínhamos antes do real. Isso é o que faz a diferença entre Brasil e Argentina.

Reduzir a inflação acumulada em 12 meses para patamares inferiores a 10% foi fundamental para que nós pudéssemos promover a desvalorização da moeda em 1999. Nós cumprimos a primeira etapa de uma grande missão ao controlar a inflação e iniciamos reformas importantes para assentar a economia. Entre elas, estão as privatizações, a reforma previdenciária, a renegociação de dívidas com os Estados, a reorganização do sistema bancário e a implantação da Lei de Responsabilidade Fiscal.

A agenda do crescimento é um prolongamento natural da agenda da estabilização e isso eu dizia desde 1995. As reformas a serem feitas não podem se restringir apenas ao equilíbrio fiscal, mas abranger as empresas de forma a ampliar a formação bruta do capital

fixo do setor privado via redução das taxas de juros e pela não absorção total dos recursos da poupança pelo setor público.

**UOL - Qual a maior falha no Plano Real?**

**Franco** - Refletindo em retrospecto, acho muito difícil que o Plano Real pudesse ter sido feito de modo muito diferente.

**UOL - Qual o futuro do real?**

**Franco** - A gente nunca vai poder dizer que a tarefa está terminada. Sempre a inflação pode ser uma ameaça, mas em grau muito diferente do que era antes. Hoje, e provavelmente e nos próximos 15 anos, o debate não vai ser tanto sobre a inflação, vai ser mais sobre o crescimento. O real não tinha o objetivo de resolver o problema do crescimento, mas ele posicionou o Brasil para ter futuro, ter possibilidade aspirar crescimento econômico e vida melhor para todos os cidadãos do país.



Glauco Arbix, professor do Departamento de Sociologia da USP, ex-presidente do Ipea (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada)

**Glauco Arbix**

**UOL - Qual a principal consequência positiva do Plano Real até hoje?**

**Arbix** - Ter introduzido o Brasil num período de modernidade, em que nós nos afastamos do período de descontrole do país sobre sua própria moeda.

A previsibilidade que uma economia estabilizada permite é muito grande e dá possibilidade de ampliação de investimentos. Já a imprevisibilidade é praticamente incompatível com o investimento. A estabilização favoreceu essa situação, e as empresas brasileiras estão conseguindo se internacionalizar.

Além disso, a rede de proteção social, que é muito sofisticada no Brasil, funciona de determinada maneira com inflação e de outra maneira sem inflação. Um dos grandes fatores do êxito de um programa como o Bolsa-família na redução da desigualdade é o regime de baixa inflação. Se a inflação comesse 70% dos benefícios do Bolsa-família, seria muito diferente.

#### **UOL - Qual a maior falha no Plano Real?**

**Arbix** - O foco na inflação foi exacerbado. Não que a gente devesse ter mais inflação, mas a política macroeconômica não deveria ser voltada apenas para a inflação. Deveria ter sintonia com as políticas de emprego e com o desenvolvimento. Ao longo dos anos 90, não conseguimos fazer isso. Agora, ao longo dos anos 2000, estamos obtendo um equilíbrio muito mais apropriado.

#### **UOL - Qual o futuro do real?**

Hoje não tem mais nenhum partido político de peso que defenda que o controle da inflação não é importante. Isso é um ganho político gigantesco. É um elemento que equipara o Brasil a uma série de outros países avançados, ainda que tenhamos que encontrar um equilíbrio entre controle inflacionário e desenvolvimento.



Maílson da Nóbrega, Sócio da Tendências Consultoria Integrada, ex-ministro da Fazenda (1988-1990)

### **Maílson da Nóbrega**

#### **UOL - Qual a principal consequência positiva do Plano Real até hoje?**

**Nóbrega** - A principal consequência é a vitória, a meu ver irreversível, contra a crônica inflação brasileira. A estabilidade da moeda não é, em si mesma, garantia de crescimento, mas sem ela não há futuro. Ao contrário do que se pensou durante muito tempo no Brasil, a inflação não tem papel relevante no processo de desenvolvimento. É um mal, que gera volatilidade indesejável no PIB, na renda e no emprego, desestimulando o investimento. Provoca ineficiências na economia e concentra a renda. A estabilidade é, pois, condição essencial para o desenvolvimento.

#### **UOL - Qual a maior falha no Plano Real?**

**Nóbrega** - É difícil apontar falhas no plano. Talvez seus autores devessem ter tido maior preocupação com a situação fiscal. Depois do plano, o setor público começou a apresentar déficits primários que contribuíram para aumentar a relação entre dívida pública e Produto Interno Bruto.

A periclitante situação fiscal prevalente em 1998 contribuiu para tornar mais agudos os efeitos, sobre o Brasil, da crise da Rússia. Os mercados tenderam a comparar a situação brasileira com a russa, cuja crise tivera suas origens no péssimo estado das suas finanças.

Felizmente, a partir do final de 1998, medidas foram adotadas para reverter a tendência explosiva daquela relação. Embora esse esforço tenha resultado essencialmente do aumento de receitas, o fato é que de lá para cá foram afastados os temores de calote na dívida pública. No governo Lula, a continuidade da política econômica e a elevação do superávit primário contribuíram para reforçar esse sentimento.

### **UOL - Qual o futuro do real?**

**Nóbrega** - Estou convencido de que a estabilidade da moeda veio para ficar. Somente um grande desastre nos colocaria de volta no ambiente de instabilidade vigente nos anos 1980 e 1990, e começo da primeira década deste século.

Há um conjunto de conquistas que criam incentivos à formulação e execução de políticas econômicas responsáveis, a saber: a intolerância da sociedade à inflação, a imprensa livre e independente, a autonomia operacional do Banco Central e os fortes riscos políticos de guinadas populistas na gestão das políticas fiscal e monetária. O pano de fundo desse processo inédito é a democracia, que parece consolidada em nosso país.



Julio Gomes de Almeida, professor de Economia na Unicamp e ex-secretário de política Econômica do Ministério da Fazenda (2006-2007)

### **Julio Gomes de Almeida**

**UOL - Qual a principal consequência positiva do Plano Real até hoje?**

**Almeida** - O Plano Real ajudou a tirar a tradição inflacionária que havia no Brasil e a preservar o rendimento das pessoas; as populações de mais baixa renda são especialmente beneficiadas. Hoje há maior previsibilidade dos investimentos.

**UOL - Qual a maior falha no Plano Real?**

**Almeida** - O que se pode discutir são os métodos que, ao longo do tempo, foram utilizados para obter o resultado de baixa inflação. Acho que foram cometidos erros e acertos nesse percurso. No caso de erro, a persistência de juros muito altos é um fato que ainda está sendo resolvido.

Muitas vezes utilizou-se exagerado nível de juros, o que aumentou muito a despesa do governo, e isso também gera processo inflacionário porque exige que o governo aumente a carga tributária, refletindo em custos maiores na produção.

**UOL - Qual o futuro do real?**

**Almeida** - As conquistas do Plano Real estão plenamente consolidadas. Porém, ainda há alguns resquícios de uma economia com memória inflacionária. Há uma indexação que ainda prevalece em muitos contratos de serviços públicos, que algum dia nós vamos ter que resolver, como telefonia, pedágio, energia elétrica e saneamento. Isso não acontece em muitos outros países e nós ainda não conseguimos afastar.

Embora a crise mundial deixe como herança nefasta problemas estruturais de competitividade que podem afetar o Brasil no longo prazo, o país tem todas as condições de retomar e sustentar crescimento nos próximos anos.

---

Também em julho de 2009, o web site portalexame.com.br publicou entrevistas com outras quatro importantes personalidades da economia brasileira, a respeito dos quinze anos do plano real. São elas:

**Fernando Henrique Cardoso, ex-presidente da República (1995-2002) e ex-ministro da Fazenda (1993-1994):** Não há comparação entre o Brasil de hoje e o Brasil há 15 anos. Além de uma doença econômica, a hiperinflação foi um flagelo social e uma ameaça política. Aumentava a pobreza, concentrava a renda, impedia o país de se desenvolver e colocava em risco a democracia recém- conquistada. Nenhum dos avanços obtidos nesses 15 anos teria sido possível se a inflação não tivesse sido derrotada.

O plano deu certo porque resistimos à tentação populista de aplicar mais um choque econômico. Acreditávamos que a sociedade entenderia a sua lógica e que voluntariamente daria seu apoio à nova moeda, sem que o governo tivesse de reescrever contratos e congelar preços.

Demos dois passos em um só: derrotamos a inflação e mostramos que o Brasil estava maduro para um novo modo de relação entre o governo e a sociedade, entre o estado e o mercado. Hoje a herança do Plano Real está incorporada ao patrimônio do país. A necessidade de novas reformas, porém, está aí a desafiar os governos a não se acomodar com a realidade presente.

**Itamar Franco, ex-presidente da República (1992-1994):** O Brasil vive hoje uma das mais importantes etapas de sua história. No entanto, é preciso um esforço conjunto para dar continuidade ao que foi iniciado lá trás. O Plano Real nos deu as bases, agora é preciso buscar soluções adequadas para que esse processo siga adiante. As reformas fiscal e tributária, que dariam sustentação ao Plano Real, não foram feitas. A juventude de hoje não sabe o significado para o país de termos banido a inflação absurda com a qual estávamos acostumados a conviver.

Além do controle inflacionário, o Real foi vitorioso uma vez que conseguimos controlar os preços e ao mesmo tempo respeitar todos os contratos firmados. O mais importante de tudo é que o Real promoveu a manutenção do Estado de direito.

**Pedro Parente, ex-ministro-chefe da Casa Civil (1999-2002) e ex-ministro do Planejamento (1999):** O Real representa avanços importantes tanto do ponto de vista macroeconômico - com o novo regime de metas da inflação - quanto institucional - uma vez que o governo Lula manteve a política econômica da administração anterior.

O que ainda não foi feito e é responsabilidade de todos os governos foram reformas mais profundas tanto do ponto de vista tributário quanto trabalhista e previdenciário no sentido de reduzir impostos que embutem custos muito altos, principalmente para as empresas. Outro ponto a ser aprimorado é a estrutura dos gastos públicos, que já era ruim e piorou muito diante do aumento de despesas com pessoal.

**Gustavo Loyola, ex-presidente do Banco Central (1995-1997):** O Plano Real foi uma medida transformadora e de avanço para a economia brasileira no sentido de acabar com a inflação elevada e crônica, mas não esgota o que deve ser feito para garantir um crescimento sustentado com uma melhor distribuição de renda e diminuição da pobreza.

Muitas das coisas positivas que vivemos agora foram viabilizadas lá atrás com a implantação do Plano Real. Entre elas estão o retorno do crédito de longo prazo e os juros na casa de um dígito. Uma das condições para que os agentes econômicos invistam em um mercado é a confiabilidade e isso não é construído da noite para o dia.

Outro fator importante que contribuiu muito para esse processo foi a alternância de poder sem perda da qualidade na política econômica. No entanto, apesar de todos os avanços, não dá para parar e dizer que a obra está completa. Parafraseando o velho ditado: o preço da estabilidade é a eterna vigilância.

---

Abaixo, a opinião de Gustavo Franco a respeito do plano Real, em entrevista reproduzida pelo site [www.econ.puc-rio.br](http://www.econ.puc-rio.br), em julho de 2000:

*“Quando a mudança começa para valer em 1994, a agenda era muito mais pesada, cara e complexa do que era dez anos antes. A Previdência não estava tão falida, as vinculações de receita não tinham ainda destruído a política fiscal, os bancos estaduais não estavam tão quebrados, nem as estatais tão estragadas, a Constituição de 1988 não tinha sido feita, nem sua Revisão perdida toalmente. Assim sendo, visto em 1994, o conserto parecia mais demorado e difícil do que teria sido no passado.*

*Não obstante, desde então, o Brasil registrou avanços extraordinários. Vamos elencar apenas quatro macro-eixos da Nova Economia brasileira: (i) as 120 empresas estatais privatizadas produziam cerca de 6% do PIB: ao passar às mãos da iniciativa privada, vão dar lucros, pagar impostos, investir e aumentar sua produtividade; (ii) as 6322 empresas estrangeiras que existiam no Brasil, representando investimentos diretos acumulados de cerca de US\$ 49 bilhões, produziam cerca de 10% do PIB. Entre 1995 e 1999 entraram US\$ 83 bilhões de investimentos diretos estrangeiros adicionais; (iii) na indústria, as importações que representavam 6% do total da oferta total de produtos manufaturados em 1993, passam a 20% em 1999; e (iv) em consequência desses fenômenos, a produtividade tem crescido a taxas da ordem de 7,5% anuais, o triplo do que se verifica nos EUA, por exemplo.*

*Esses quatro eixos básicos de transformação redefiniram violenta e rapidamente as possibilidades de crescimento do país. O que não quer dizer que tenhamos crescimento vigoroso nos primeiros anos, especialmente se durante os primeiros 5 anos dessa Nova Década experimentamos três grandes crises internacionais, a do México em 1995, a da Ásia em 1997 e a da Rússia em 1998. Mas as bases foram lançadas. No passado podiam existir*

*"milagres", sucessos que as autoridades não entendiam por que ocorriam. Hoje é diferente: os milagres têm de ser construídos a partir de reformas e mudanças que levam tempo, dão muito trabalho e não produzem efeitos imediatos. A nova década que se inicia em 1994 pode ser a da virada, a primeira dentro do novo século, que já começou faz tempo. Todo o problema é que sempre nos falta paciência, e nos sobram pendores para conciliar o Novo e o Velho. Não deve haver conciliação com o passado, com o desenvolvimentismo obsoleto que anima tantos potentados desta República. Com excesso de ansiedade e de espírito conciliador, a Década das Reformas será "breve", e as bases para o nosso crescimento futuro serão frágeis, o que será lamentável." (Gustavo Franco, 2000)*