



AULA 11. A Condução do Plano Real: De Itamar ao primeiro FHC

baseado em Gremaud - Economia Brasileira Contemporânea 2022

O Plano Real: 3 fases

- a) **Ajuste fiscal prévio** via PAI (14.06.93)
- Corte de despesas (PAI) - ajuste fiscal prévio, aumento de impostos (IPMF), diminuição de transferências (FSE)
- b) **Indexação completa da economia URV** (28.02.94)
- URV – unidade de conta com paridade fixa com o dólar
 - conversão dos preços e rendimentos
 - Sistema bi-monetário,
- c) **Reforma monetária – Real** (01.07.94)
- troca URV por Real
 - <https://www.youtube.com/watch?v=m2aiA8NC66A>



A Condução do Plano Real: 3 períodos

▪ Período 1 (Itamar)

▪ Âncora Cambial

- Valorização cambial,
- Crescimento
- FHC na Fazenda

**Crise do México
Início de 1995**

▪ Período 2 (FHC 1)

▪ Âncora Monetária

- Juros elevados
- Desemprego
- Estabilidade real câmbio
- Pedro Malan na Fazenda

**Crise Russa
Início de 1998**

**Crise cambial à Brasileira
início de 1999**

▪ Período 3 (FHC 2)

▪ Três Pilares

- Superávit Primário
- Metas de inflação
 - Câmbio flexível

Âncoras múltiplas e flexíveis ???

3ª fase - Reforma monetária: MP 542: Real (01/07/1994) – **Troca do meio circulante**

- Quando todos os preços “*estivessem urvizados*” e não existisse inflação em URV far-se-ia a troca: **URV por Real**
 - Completa-se a transição da moeda, agora tb como meio de pagamento (e reserva de valor) além de unidade de conta
 - Troca feita em 01.07: Preços nem todos urvizados, mas alguma inflação em URV detectada (medo de congelamento etc)
 - ✓ Inflação pré-existente em URV transmitida para real mas é menor que a inflação em cruzeiro real
- Política cambial - Ancoragem:
 - R\$ 1,00 = 1 URV = US\$ 1,00 = CR\$ 2.750,00
 - Início câmbio fixo, depois: banda assimétrica R\$ 1,00 no máximo igual a US\$ 1,00
- **Política monetária**: fixação de tetos máximos de emissão pelo Congresso Nacional
 - CMN (composição alterada p/ Fazenda, Planejamento e BC) poderia alterar no máximo 20%;
 - Remonetização possível mas limitada, emissão contida.

3. Reforma monetária – Real

Metas para a Política Monetária:

- 30/09/94: R\$ 7,5 bilhões
- 31/12/94: R\$ 8,5 bilhões
- 31/03/95: R\$ 9,5 bilhões
 - Nov/94: R\$ 14 bilhões já emitidos

Metas não cumpridas:

- Inconsistência ?: âncora cambial e monetária e livre fluxo de capital
 - existe aperto na política monetária
 - Compulsórios sobre depósitos à vista (novos) sai de 40% para 100% (depósitos à prazo: 20%)
 - Depois redução
- Lastro efetivo do Real: Reservas internacionais
 - US\$ 42 bilhões
- Credibilidade ? Nova moeda: Não monetização exagerada (apesar de metas não cumpridas), atrelada à moeda estrangeira

Plano Real: 1ª etapa de condução

- **Políticas:**

- Metas Quantitativas para a Política Monetária

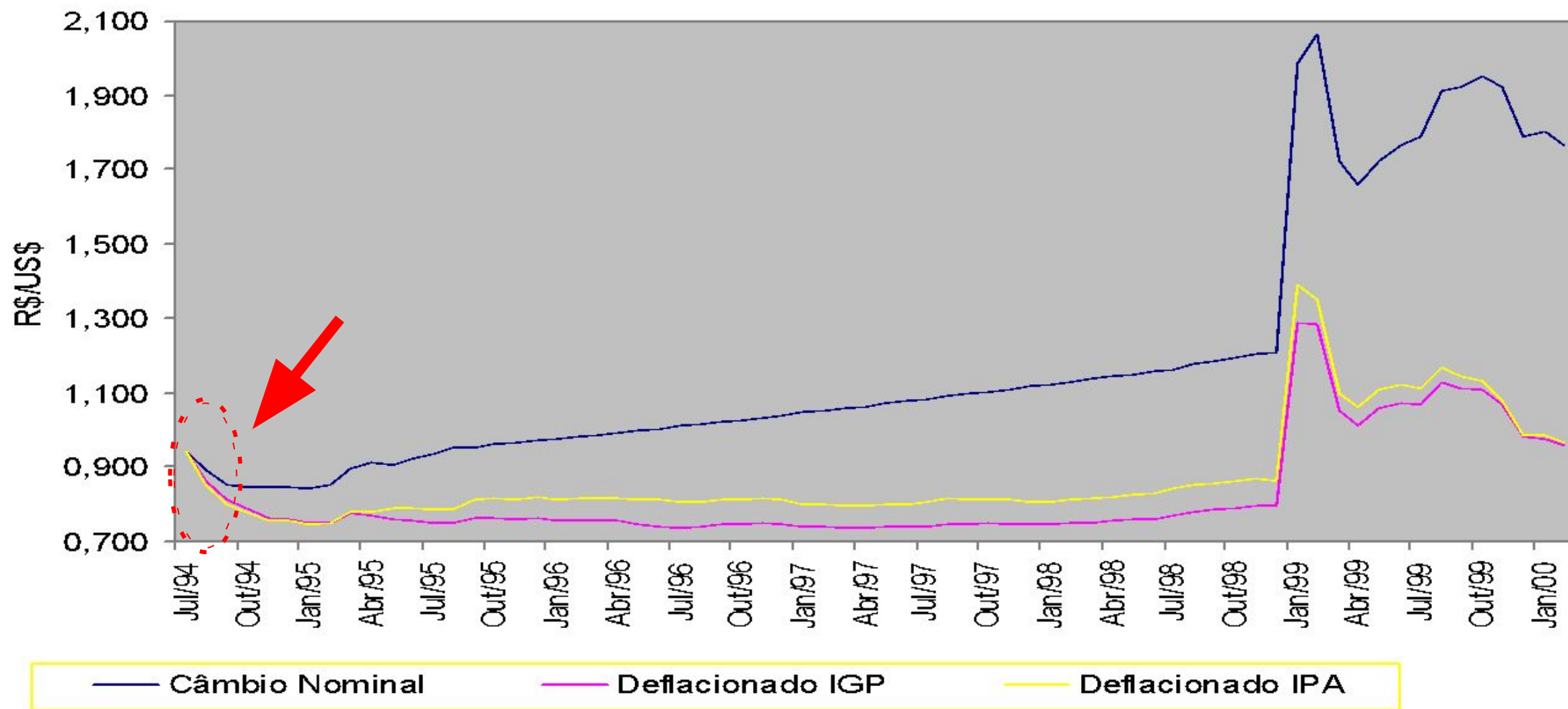
- Manutenção juros relativamente altos .

- **Câmbio:** Fixo para cima - Banda Assimétrica

- Conseqüências e causas

- Valorização cambial (real e nominal), entrada de recursos externos e abertura comercial – camisa de força para preços

Taxa de Câmbio Nominal e Deflacionada, Jul/94 a Fev/00.



Plano Real: 1ª etapa de condução

▪ Políticas:

- Câmbio: Fixo para cima - Banda Assimétrica
- Metas Quantitativas para a Política Monetária
 - Com Manutenção juros relativamente altos

▪ Consequências

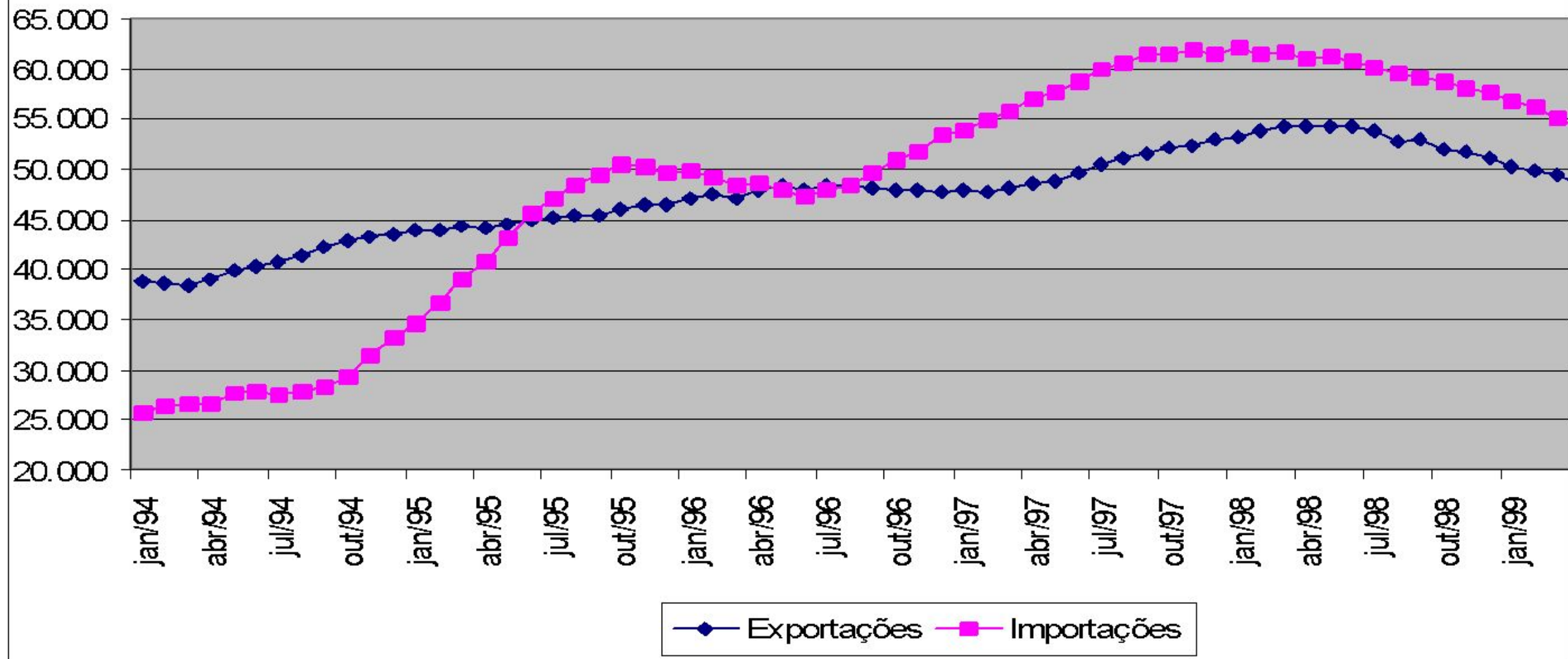
- Valorização cambial (real e nominal),
- entrada de recursos externos

▪ Crescimento da demanda: Consumo e Investimento

- Aumento do poder aquisitivo – fim do imposto inflacionário;
- Recomposição dos mecanismos de crédito;
- Demanda reprimida (crescimento forte);
- Aumento do horizonte de previsão.

Em parte aumento da demanda é “encaixada” por meio da balança comercial (crescimento das importações) – preços baixos facilitados pela abertura comercial e câmbio

Exportações e Importações, em US\$ Milhões Acumulados Últimos 12 meses Jan/94 a Dez/99



Plano Real: 1ª etapa de condução

■ Políticas:

- **Câmbio:** Fixo para cima - Banda Assimétrica
- Metas Quantitativas para a Política Monetária
 - Com Manutenção juros relativamente altos

■ Consequências

- Valorização cambial (real e nominal),
- entrada de recursos externos

■ Crescimento da demanda: Consumo e Investimento

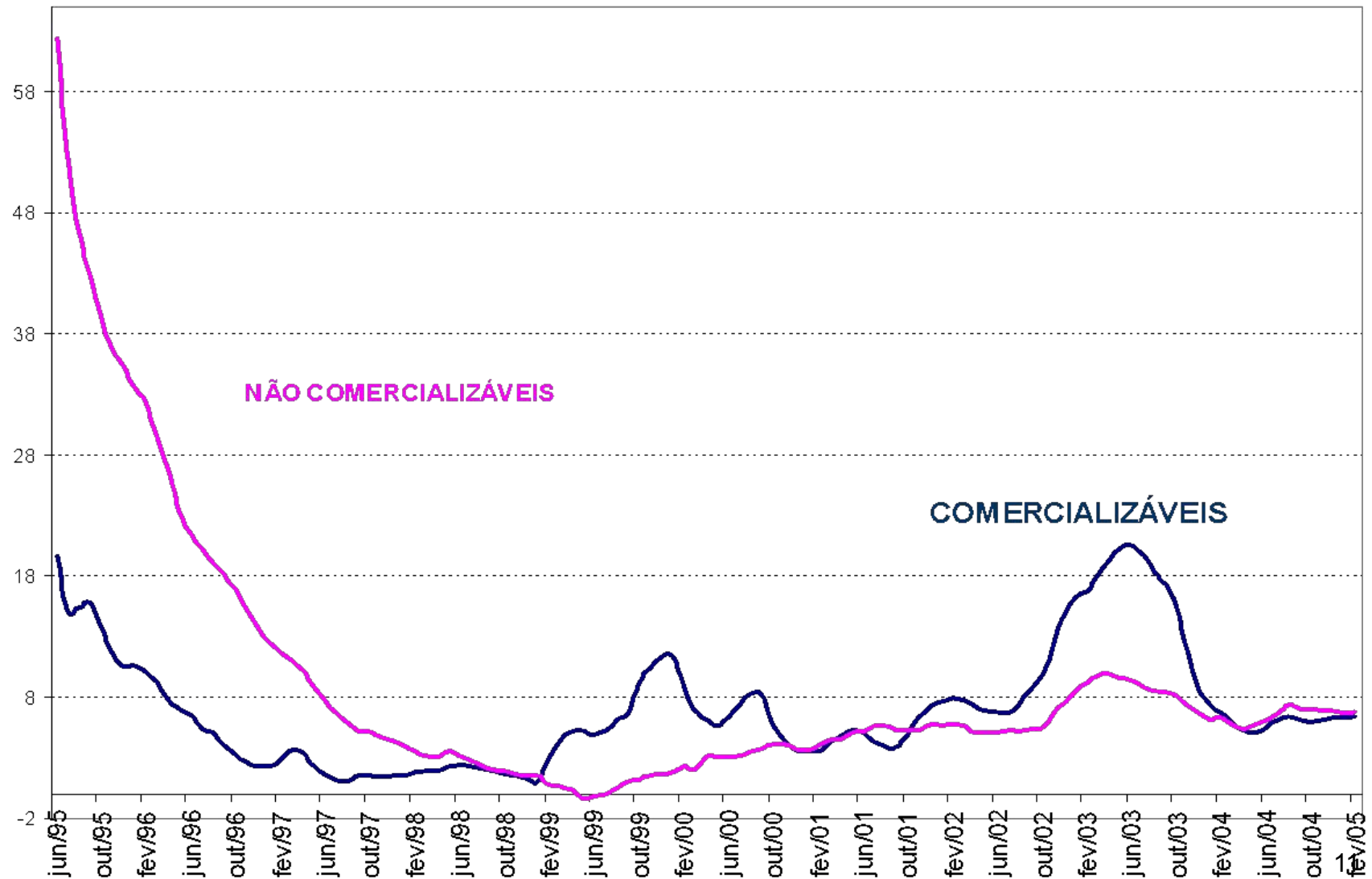
- Aumento do poder aquisitivo – fim do imposto inflacionário;
- Recomposição dos mecanismos de crédito;
- Demanda reprimida;
- Aumento do horizonte de previsão.

Efeito câmbio e Abertura : âncora

Em parte aumento da demanda é “**encaixada**” por meio da balança comercial (crescimento das importações) – preços baixos facilitados pela **abertura comercial** e câmbio

Queda da inflação (Mais lento que Cruzado) mas Bens tradeables x não tradeables – trajetórias diferentes

EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DOS BENS COMERCIALIZÁVEIS E NÃO COMERCIALIZÁVEIS (EM%): 1994–2005



Em 1994, ele obteve 54,28% dos votos válidos e em 1998, em sua reeleição, teve 53,06%.

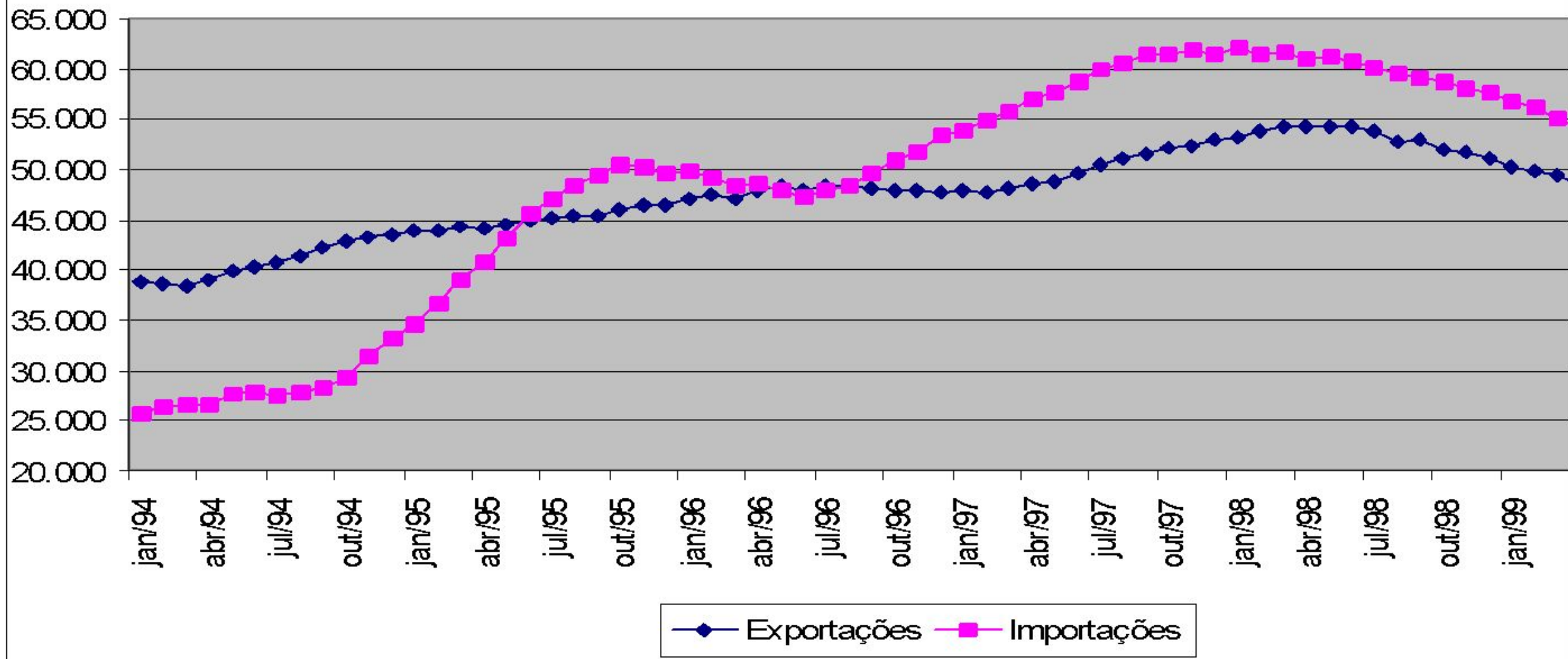


Problemas com a Primeira Fase da condução do Plano Real: Questão Externa e Interna

A questão externa: desequilíbrio no BP

- Combinação de apreciação cambial, abertura e demanda aquecida: aparecimento de déficits comerciais

Exportações e Importações, em US\$ Milhões Acumulados Últimos 12 meses Jan/94 a Dez/99



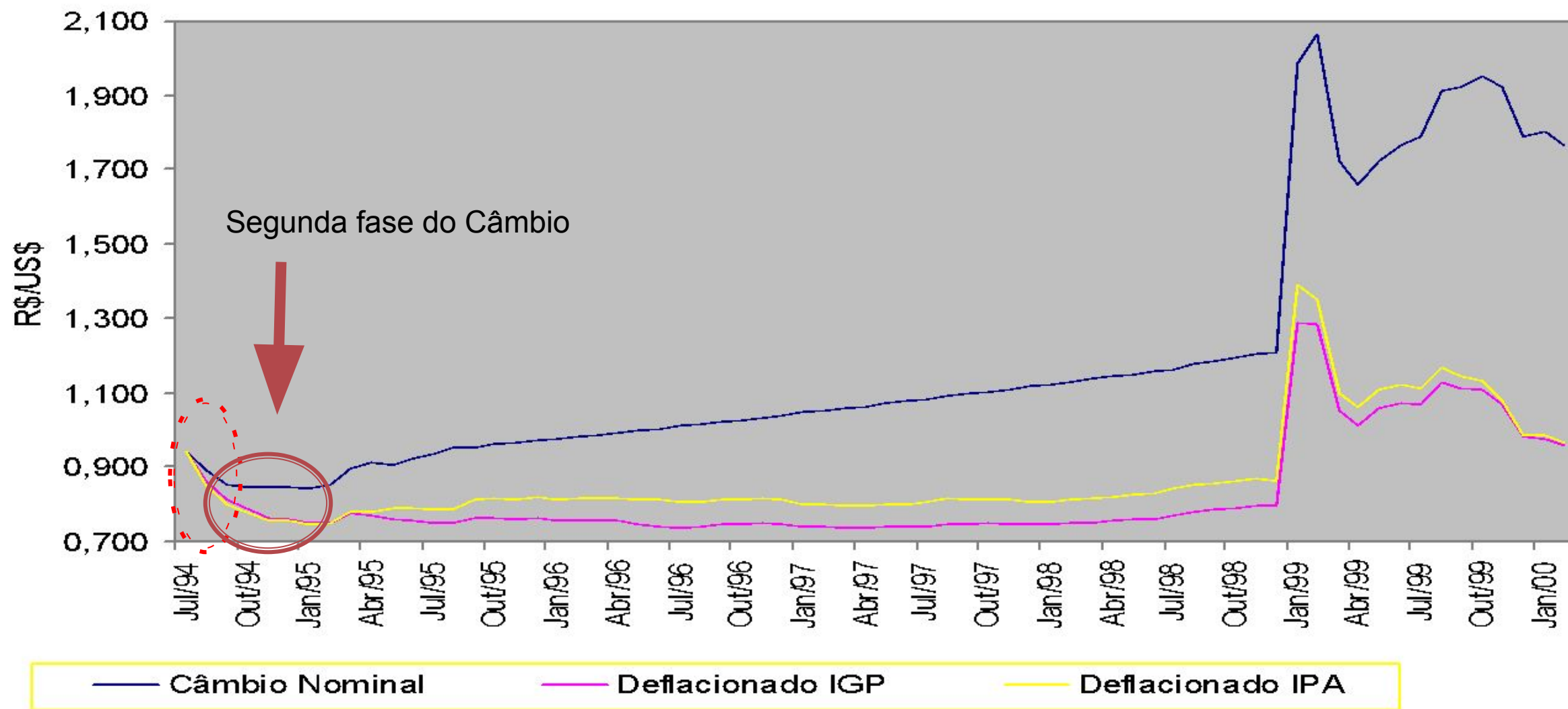
Problemas com a primeira fase da condução do Plano Real: a questão externa

- Combinação de apreciação cambial, abertura e demanda aquecida: aparecimento de **déficits comerciais**;
- **Financiamento** dos déficits com **queima de reservas** e/ou entrada de recursos via juros altos (endividamento externo);
- Brasil - dois problemas:
 - Pauta de importação: excesso de bens de consumo – dificuldade com capacidade futura de pagamento da dívida;
 - Entrada de capital de curto prazo.

Ainda no final do Governo Itamar

- Situação arriscada e insustentável no longo prazo:
 - **depois das eleições**
 - Primeiras tentativas de controle da DA;
 - Estanca-se a apreciação cambial e controle de entrada de capitais.

Taxa de Câmbio Nominal e Deflacionada, Jul/94 a Fev/00.



FASES DO REGIME CAMBIAL E POLÍTICA DE IMPORTAÇÕES

- 1ª FASE: jul/94 a out/94 (Banda Assimétrica)
 - Valorização nominal cambial chegando a 17,3% Câmbio chega a 0,827 R\$/US\$
 - Superávit comercial e forte entrada de capital externo de curto prazo;
- 2ª FASE: out/94 a mar/95
 - Sustentação da taxa de câmbio nominal para impedir maior sobrevalorização do câmbio;
 - Redução tarifária especialmente para bens de consumo duráveis, aumento de impostos para *entrada de capital*.

A Crise do México (dez.94)

- **Crise do México:** fim da 1ª etapa do Plano Real
 - redução do fluxo de capitais de curto prazo e déficit da balança comercial
 - Desvalorização de câmbio (momentânea);
- **Implantação do Sistema de bandas:**
 - Desvalorização tímida e gradativa do câmbio (estabilidade do câmbio real) em função do risco inflacionário;

A Crise do México

- Aumenta-se tarifas de importação – automóvel chega a 70%

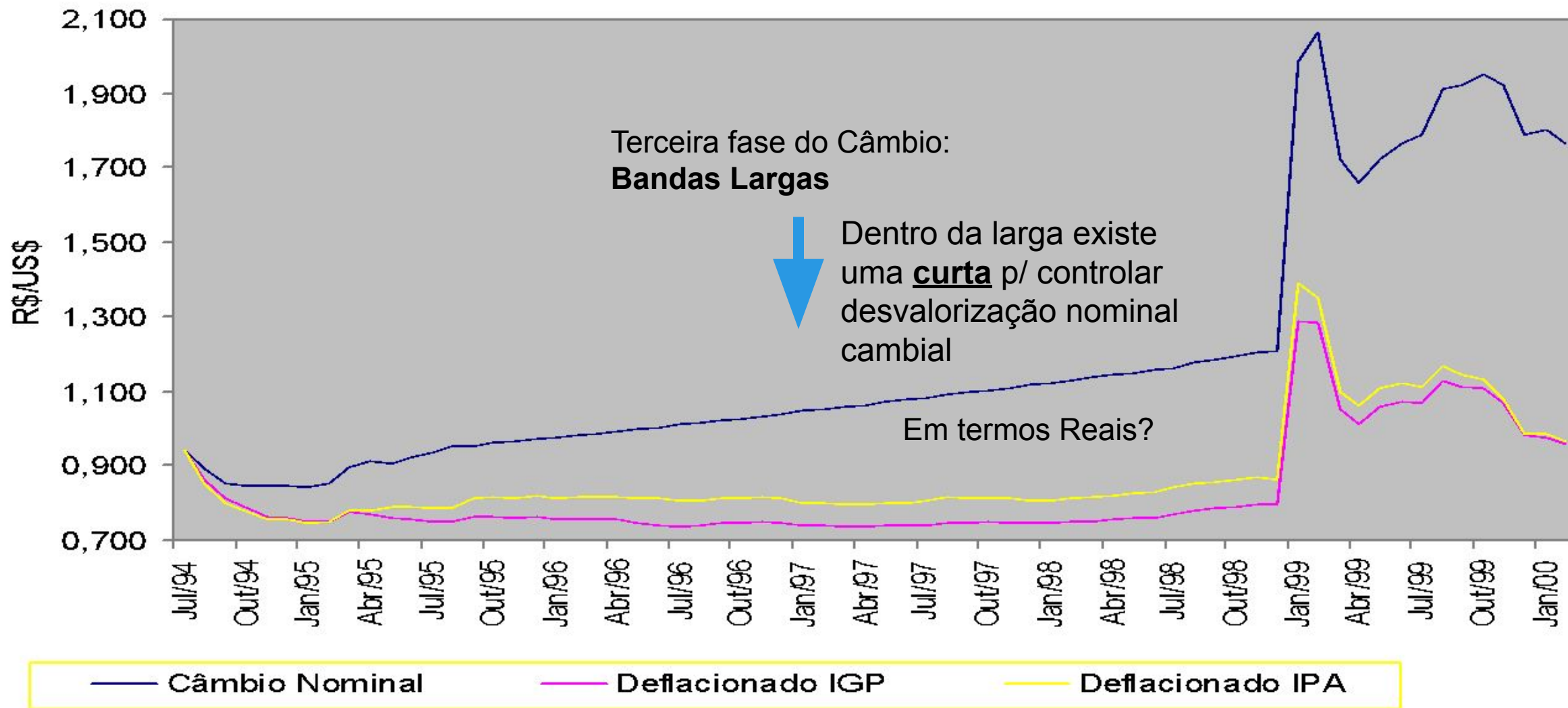
Bandas Cambiais Largas

Períodos	Datas iniciais	Cotação piso	Cotação teto	Intervalo %	Duração em número de dias
Início	06/03/95	0,86	0,90	4,65	4
1º	10/03/95	0,88	0,93	5,68	69
2º	22/06/95	0,91	0,99	8,79	152
3º	30/01/96	0,97	1,06	9,28	265
4º	19/02/97	1,05	1,14	8,57	232
5º	20/01/98	1,12	1,22	8,93	244



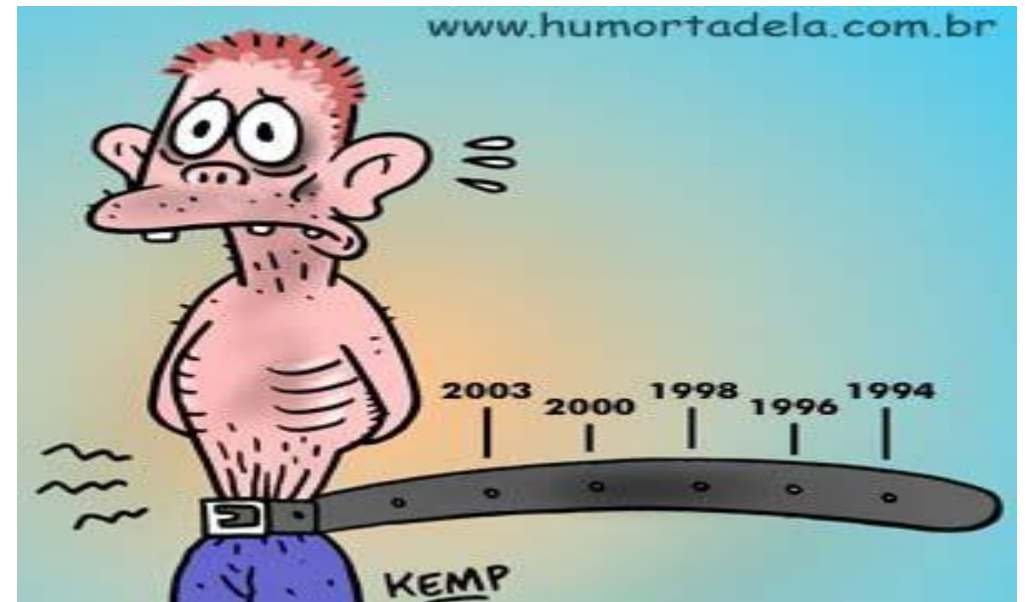
Fonte: Sisbacen/BACEN

Taxa de Câmbio Nominal e Deflacionada, Jul/94 a Fev/00.

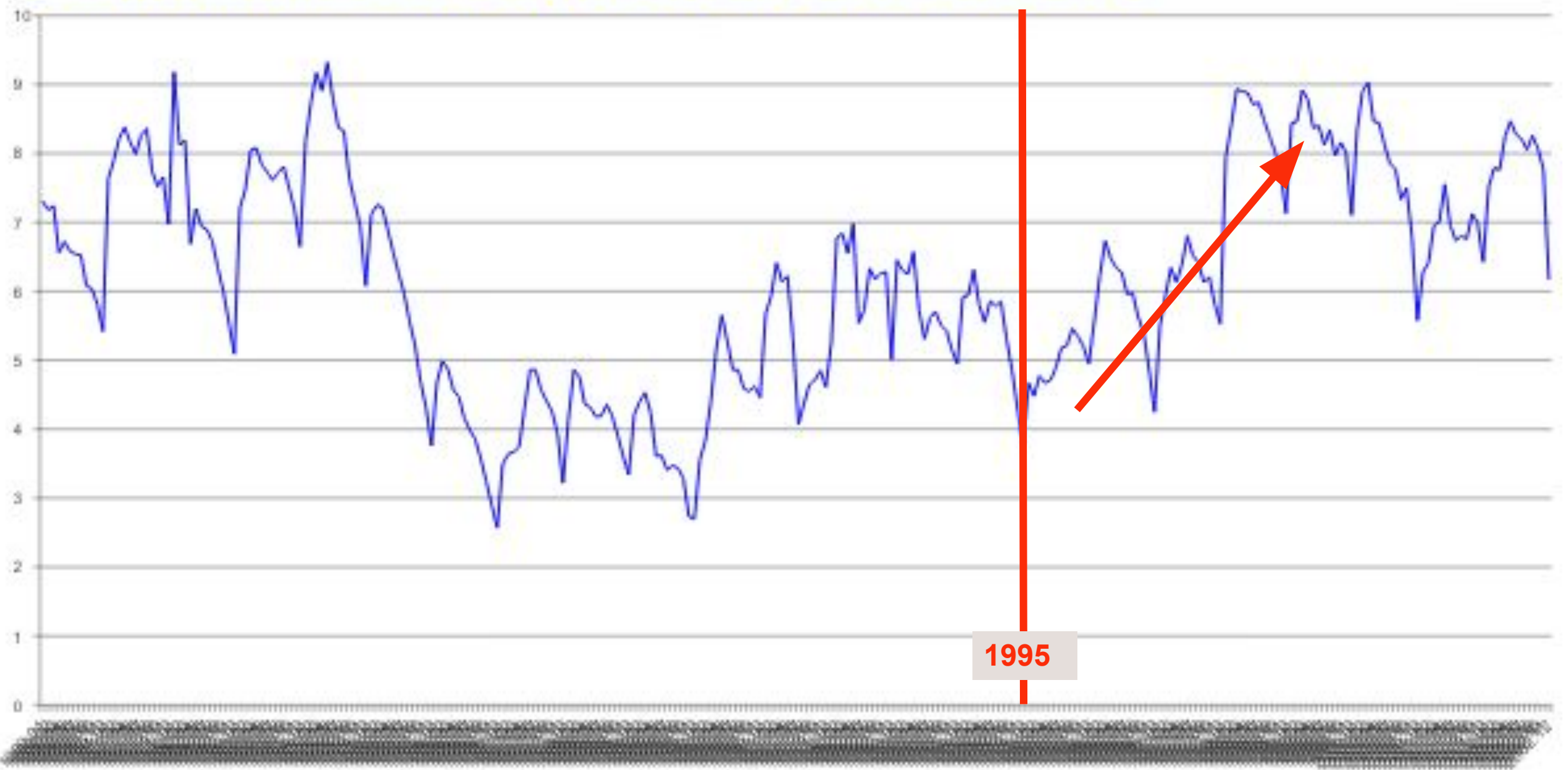


O Plano Real pós crise do México: a segunda fase (o governo FHC)

- **Nova fase**: Controle de demanda agregada:
 - Principal instrumento: política monetária
 - Restrições monetárias e creditícias e elevação da taxa de juros
 - Administração da taxa de juros: Conter DA e **evitar déficits comerciais** expressivos além de promover ingresso de capital
- **Efeitos**:
 - retração da atividade econômica;
 - desemprego.



Taxa mensal de desemprego aberto nas RMs: 1980-2002



O Plano Real pós crise do México: a segunda fase (o governo FHC)

- Nova fase - principal instrumento:
 - política monetária
 - Conter DA e evitar déficits comerciais expressivos
 - Administração da taxa de juros: conter atividade e promover ingresso de capital
- Efeitos:
 - retração da atividade econômica - desemprego
 - Inadimplência e crise financeira.
 - **Crise financeira**: combatida com Proer (Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional) e Proes (programa dos bancos estaduais) e Proef.

Da crise do México à desvalorização brasileira

- A partir de então define-se uma trajetória de stop and go em que os condicionantes externos dão o ritmo da economia brasileira:

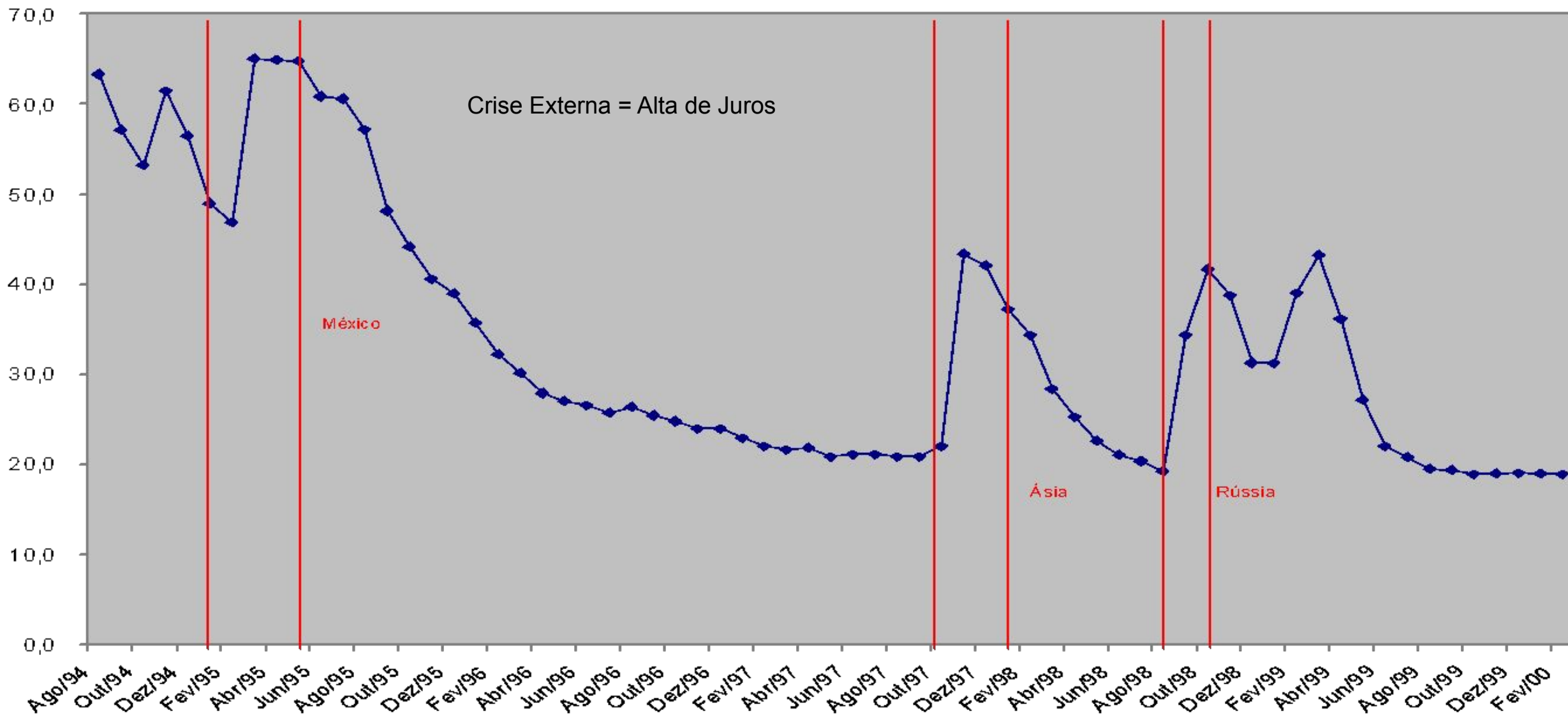
- **Crise externa** – aumento dos juros – contração econômica;

- Ásia (1997) e Rússia (1998)



- **Alívio externo** – diminuição dos juros – crescimento.

Taxa de Juros (Over/Selic), % a.a.



Nível de atividade

- Fortes oscilações

- Mudanças bruscas na taxa de juros

- Produção industrial

- Queda de 13% após a crise mexicana
- 7% após a crise asiática
- 6% após a crise russa

- Tendência de perda de dinamismo da produção

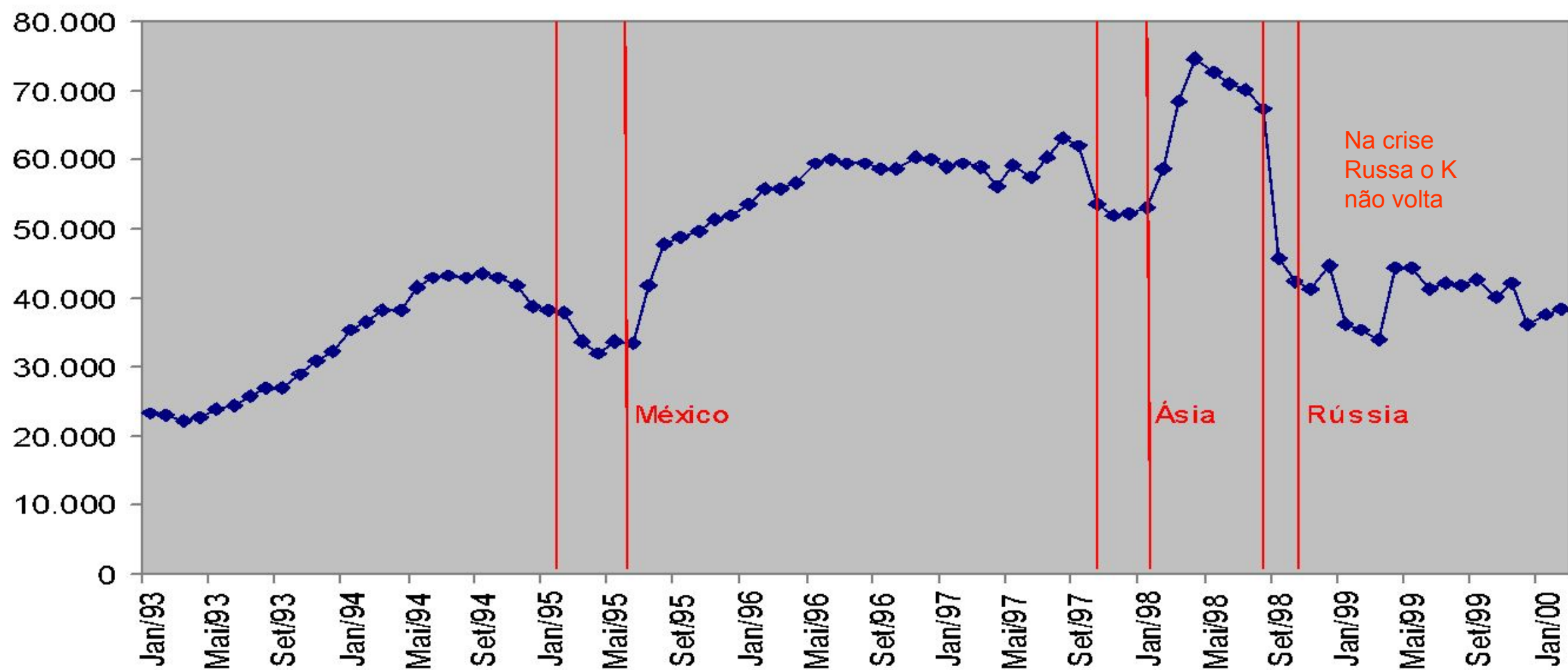
- Desemprego

- Também questões ligadas a abertura e mudanças tecnológicas (apesar de absorção serviços) - umas das causas de Lula vencer José Serra

Da crise do México à desvalorização brasileira (Três Crises)

- **FHC I**: A partir de então define-se uma trajetória de *stop and go* em que os condicionantes externos dão o ritmo da economia brasileira:
 - Crise externa – aumento dos juros – contração econômica
 - Alívio externo – diminuição dos juros – crescimento
- **Crise asiática:**
 - Aumento dos juros e recomposição das reservas;
 - Pacote fiscal não cumprido.
- **Crise Russa:**
 - Também elevação dos juros e pacote fiscal, mas reservas não se recuperam

Reservas Internacionais, em US\$ milhões, Jan/93 a Fev/00



Da crise asiática à desvalorização brasileira

▪ Dificuldades no Brasil

- Elevação dos spreads (taxa de juros pagas);
- Sustentação externa e cambial difícil;
- Problemas fiscais e endividamento.



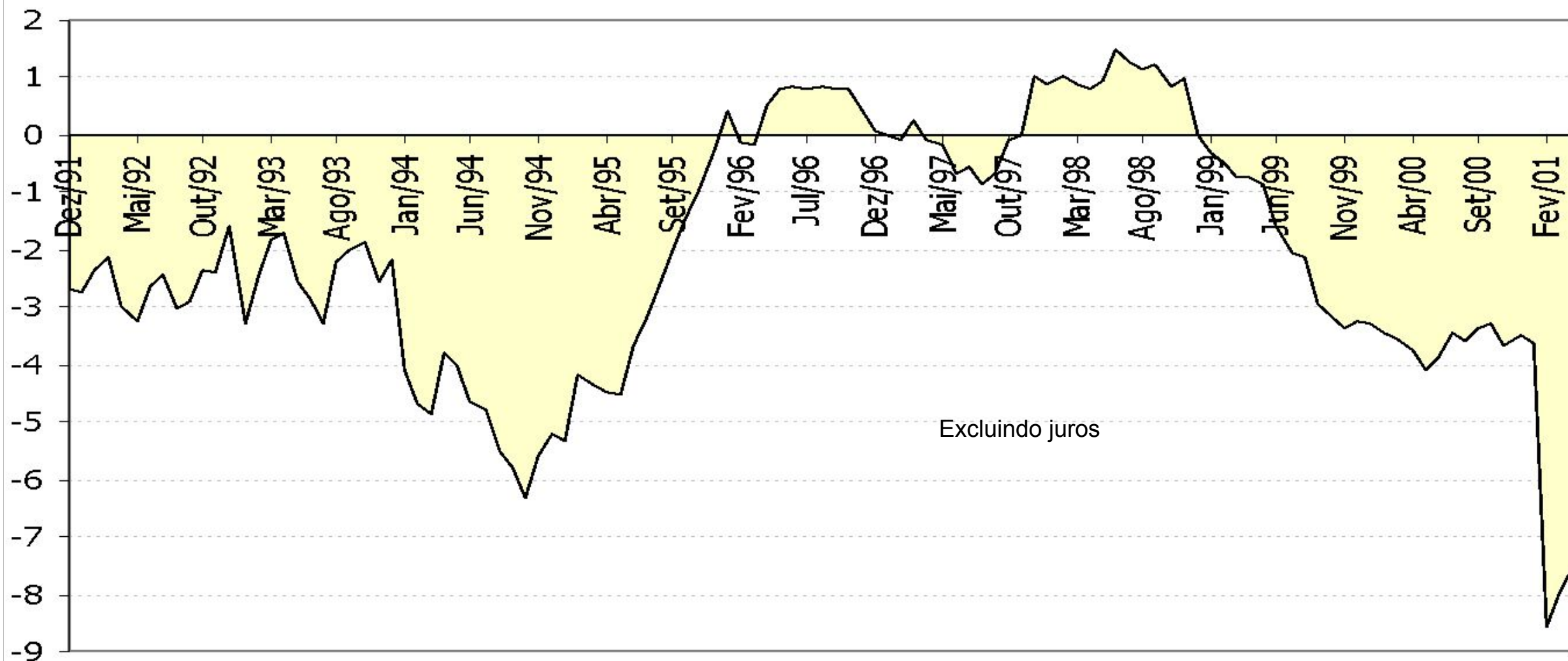
Gasto Público

- Aumento do número de aposentados;
- Aumento do salário mínimo em 1995:
 - 45% em termos nominais;
 - IGP = 15%
- Aumento dos gastos com programas de “outras despesas de custeio e capital”;
- Piora da situação fiscal dos Estados.

Contas públicas

- 1995 a 1998: Política fiscal expansionista
 - Piora do resultado primário

RESULTADO PRIMÁRIO DO SETOR SETOR PÚBLICO - (Dez/91 - Abr/01)
Fluxo 12 meses em % do PIB



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Brasil

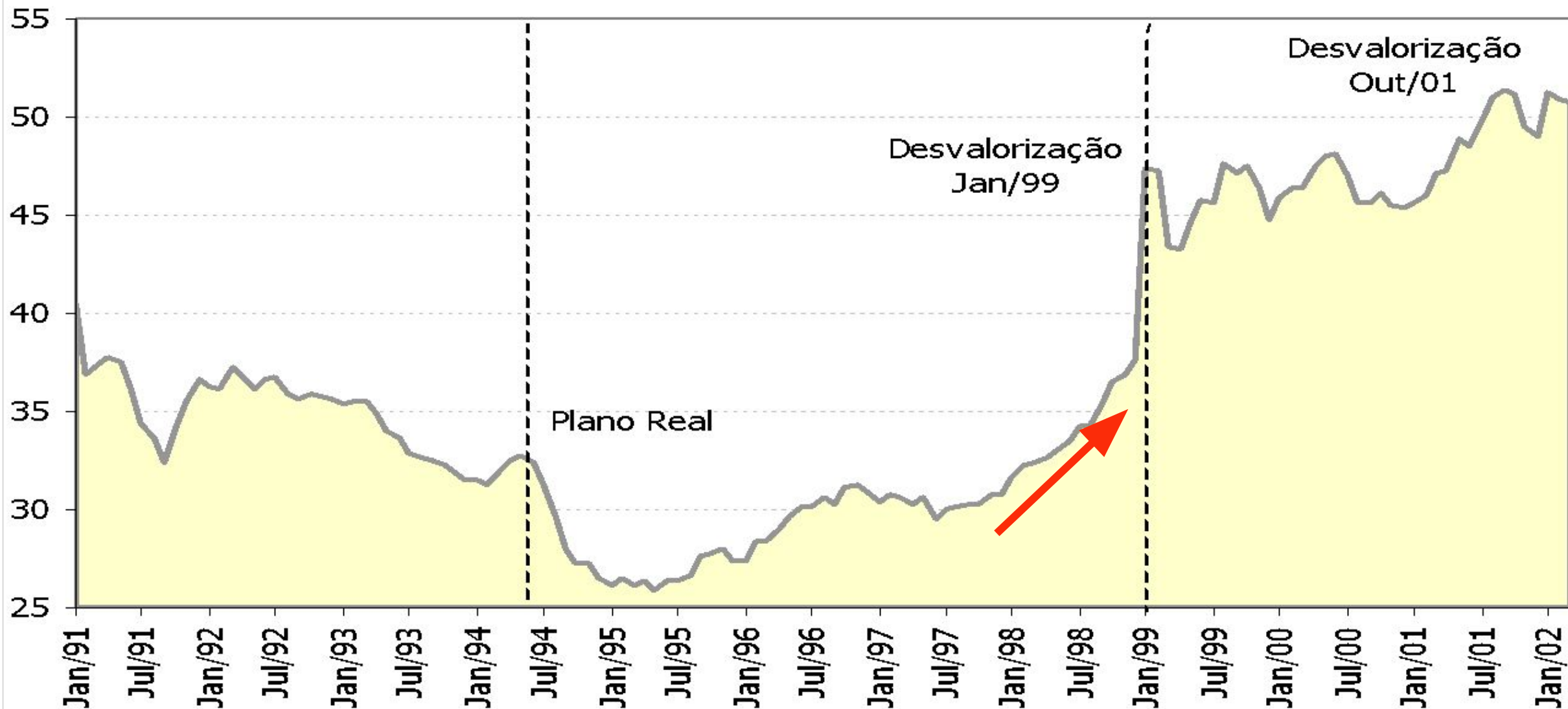
Contas públicas

- **1995 a 1998: Política fiscal expansionista**
 - Piora do resultado primário
- **Política monetária contracionista**
 - **Início:** Objetivo de estabilizar os preços
 - **Depois:** Entrada de capitais
- **Juros elevados:** déficit nominal tb grande
 - Deterioração do risco-país;
 - Expectativa de desvalorização do Real (1997)

Contas públicas

- Desequilíbrio fiscal um dos responsáveis pelo crescimento da dívida interna pública
 - Esqueletos (reconhecer novas dívidas... compensados pelas privatizações ?);
 - Juros elevados;
 - Esterilização (câmbio)
- Inconsistência intertemporal da política macroeconômica
 - Necessidade de um ajuste primário para estabilizar a relação dívida/PIB

DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO em % DO PIB (Jan/91 - Mar/02)¹



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Brasil

(1) Exclui a base monetária

Da crise asiática à desvalorização brasileira

- Dificuldades no Brasil
- Dois problemas importantes:
 - **Fiscal:** Déficit primário e Dívida pública elevada e crescente
 - **Externo:** Déficit em conta corrente

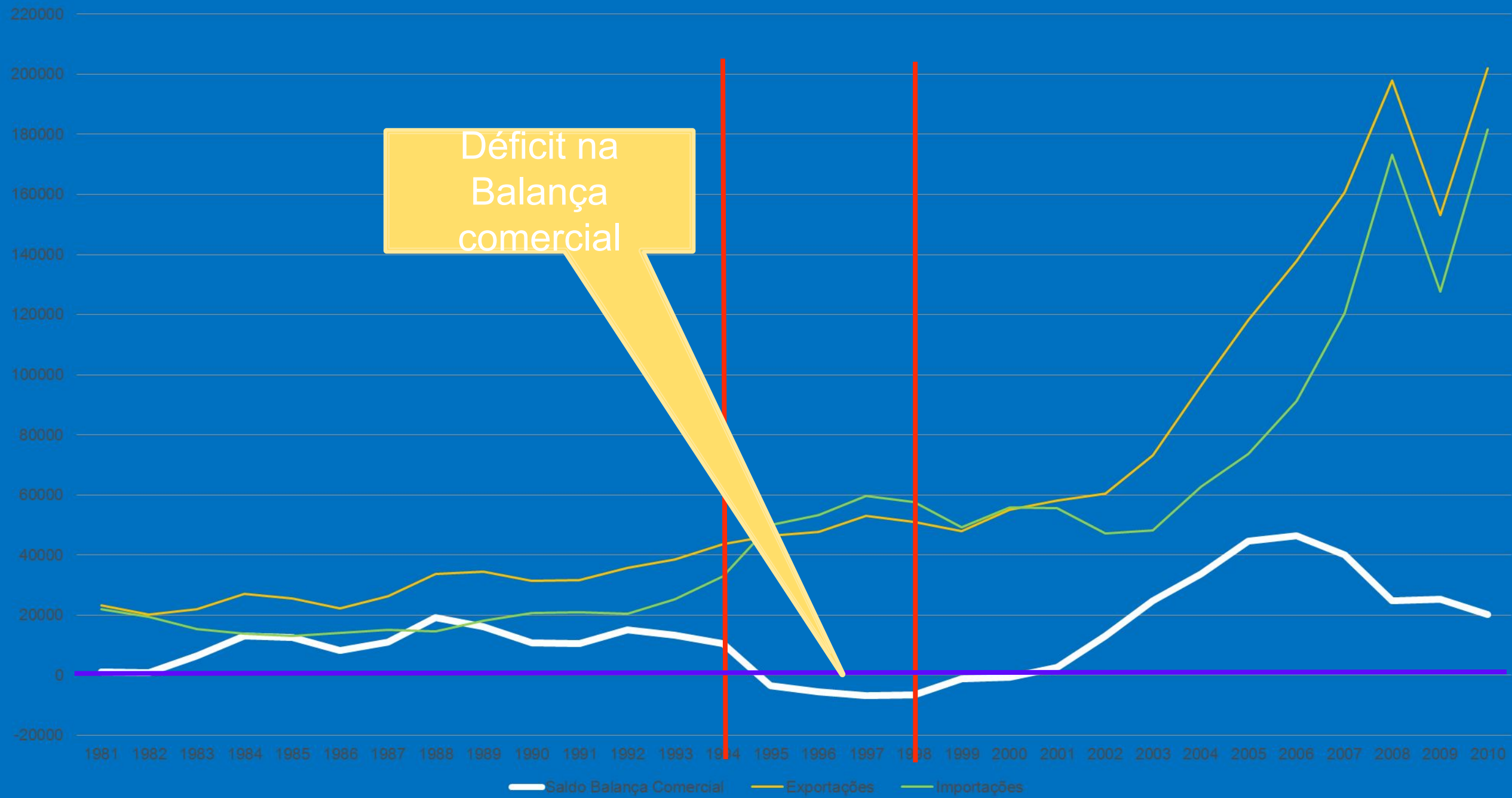
Setor externo

- Deterioração expressiva das contas externas 1994-1998:
 - **Exportações:** aumento de 17%
 - Falta de dinamismo das vendas externas
 - Crescimento abaixo da média mundial
 - **Importações:** aumento de 77%
 - 1993/95: US\$ 25,5 p/ 49,9 bilhões
 - Maiores aumentos: bens de capital (113%) e bens de consumo (94%)

Setor externo

- Deterioração expressiva das contas externas 1994-1998:
 - **Exportações:** aumento de 17%
 - Falta de dinamismo das vendas externas
 - Crescimento abaixo da média mundial
 - **Importações:** aumento de 77%
 - 1993/95: US\$ 25,5 p/ 49,9 bilhões
 - Maiores aumentos: bens de capital (113%) e bens de consumo (94%)
- Déficit em transações correntes:
 - 1994: 0,3% do PIB
 - 1998: 4,5% do PIB (acima de 5% é sinal de alerta)
- Aumento do déficit da conta de serviços e rendas
 - Aumento do passivo externo líquido;
 - Pagamento de juros e lucros ao exterior.

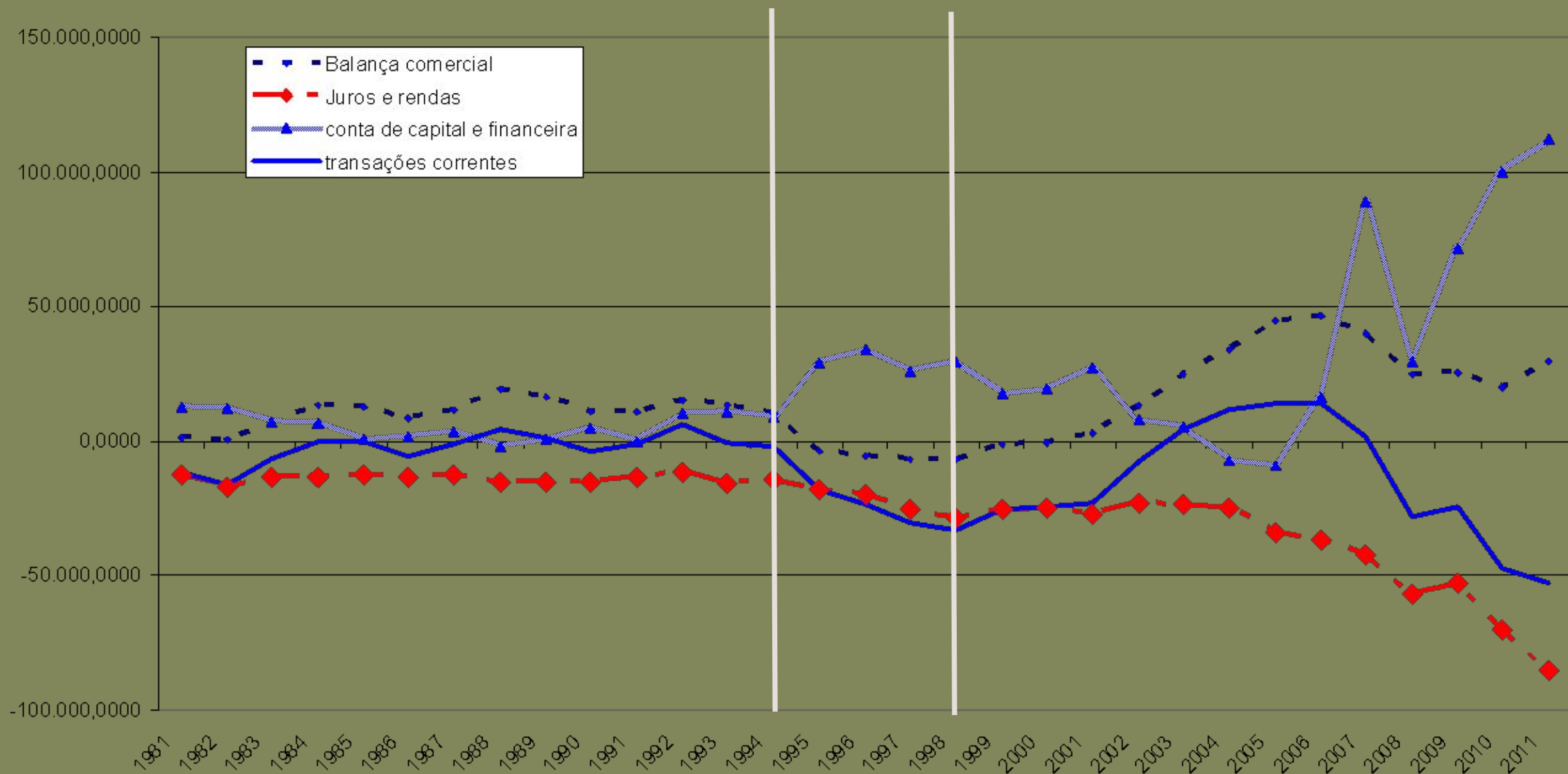
Balança comercial - Brasil 1981 - 2010 (US\$ milhões)



Setor externo

- **Deterioração expressiva das contas externas 1994-1998:**
 - **Exportações:** aumento de 17%
 - Falta de dinamismo das vendas externas
 - Crescimento abaixo da média mundial
 - **Importações:** aumento de 77%
 - 1993/95: US\$ 25,5 p/ 49,9 bilhões
 - Maiores aumentos: bens de capital (113%) e bens de consumo (94%)
- **Aumento do déficit da conta de serviços e rendas**
 - Aumento do passivo externo líquido
 - Pagamento de juros e lucros ao exterior
- **Déficit em transações correntes:**
 - 1994: 0,3% do PIB
 - 1998: 4,5% do PIB

Balanco de Pagamentos Brasil: 1981 - 2011



Da crise asiática à desvalorização brasileira

- **Desvalorização iminente** : duas ressalvas para ela ocorrer:
 - Calendário eleitoral (reeleição FHC)
 - Exposição do setor privado à desvalorização cambial (setor privado com passivos em moeda externa)
- 2º semestre 1998 – preparação para desvalorização
 - Pacote com o FMI
 - “Pacote emergencial”: US\$ 42 bilhões: FMI, Banco Mundial, BID, Países Desenvolvidos
 - Governo assume risco cambial (dá hedge para setor privado: mercado futuro e à vista de dólar, dívida pública interna com cláusula cambial) – socialização dos prejuízos
- Janeiro 1999 – câmbio flutuante e desvalorização

A Condução do Plano Real: 3 períodos

▪ Período 1 (Itamar)

▪ Ancora Cambial

- Valorização cambial,
- Crescimento



**Crise do México
Início de 1995**



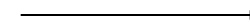
▪ Período 2 (FHC 1)

▪ Ancora Monetária

- Juros elevados
- Desemprego
- Estabilidade real cambio



**Crise cambial à Brasileira
início de 1999**



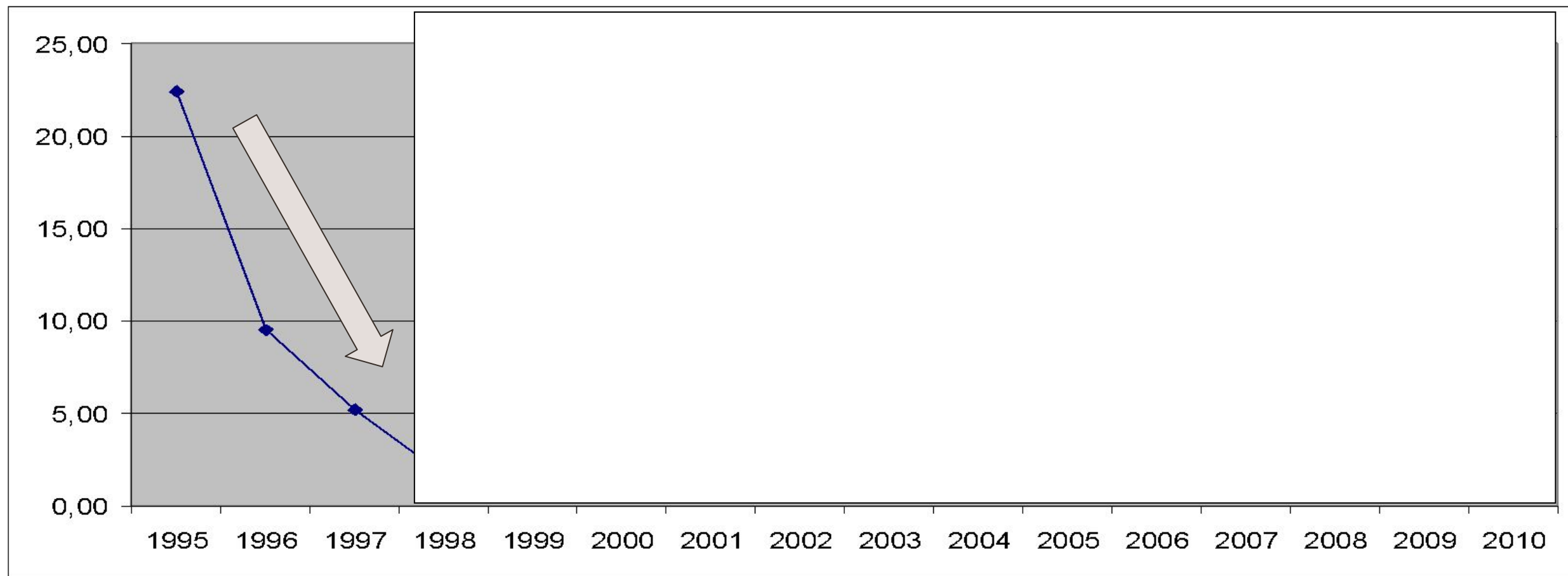
▪ Período 3 (FHC 2)

▪ Três Pilares

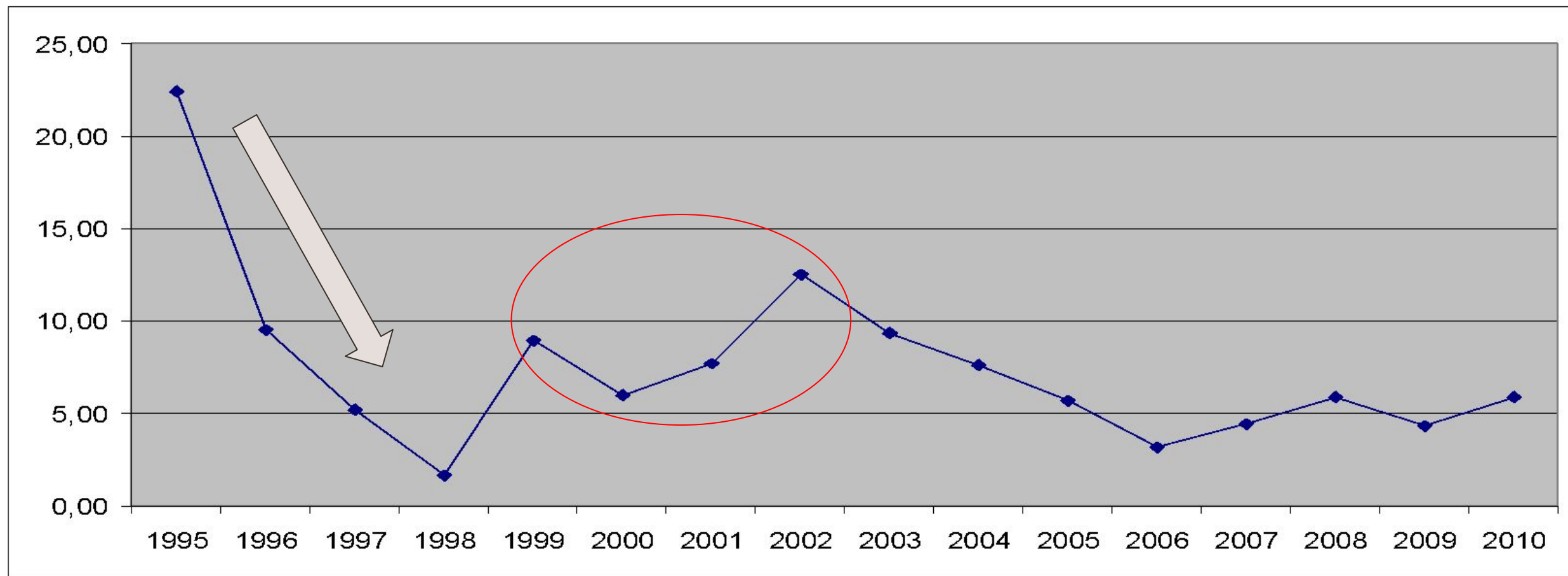
- Superávit Primário
- Metas de inflação
 - Cambio flexível

**Âncoras múltiplas e
flexíveis ???**

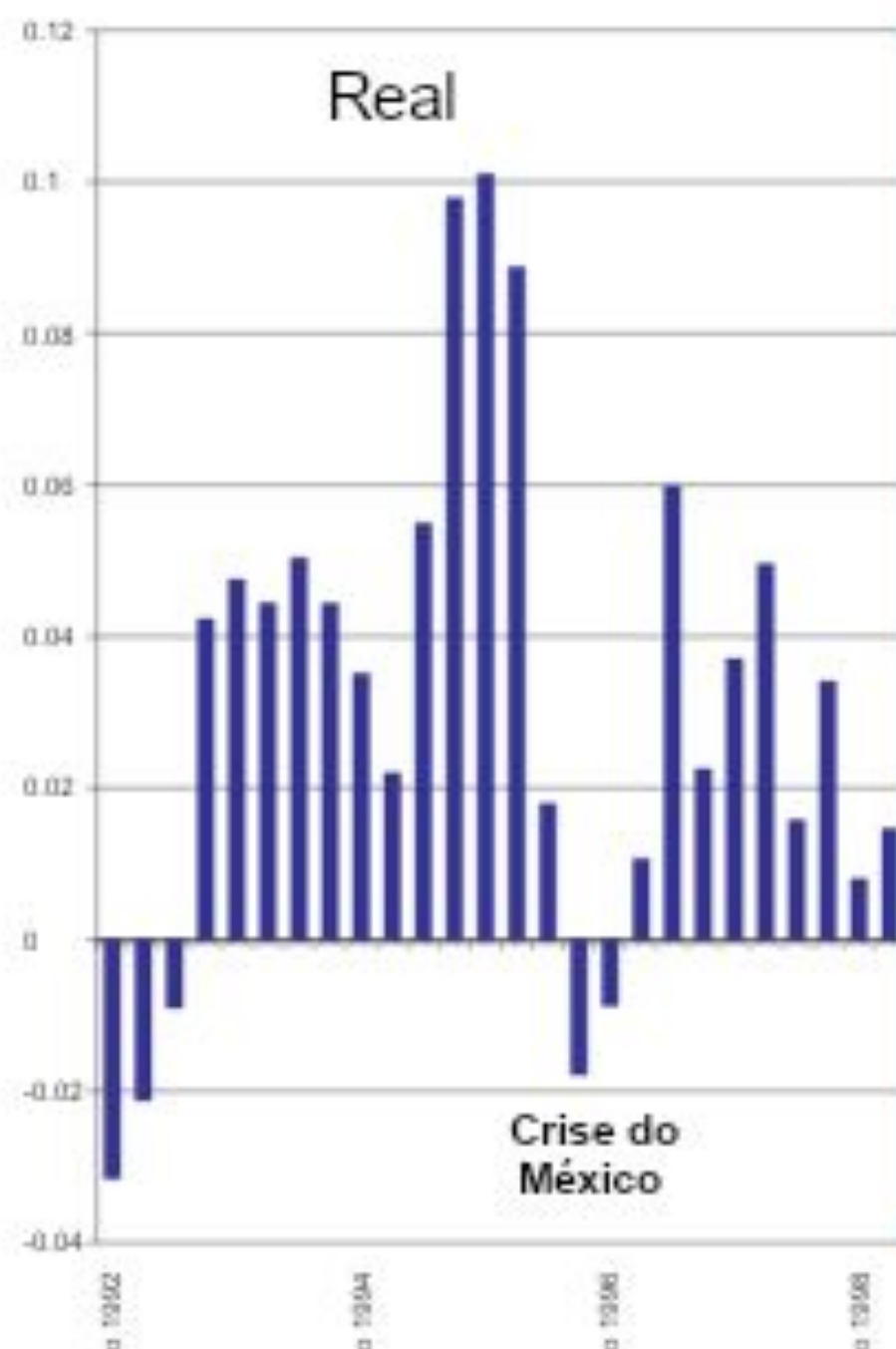
IPCA anual 1995-2010



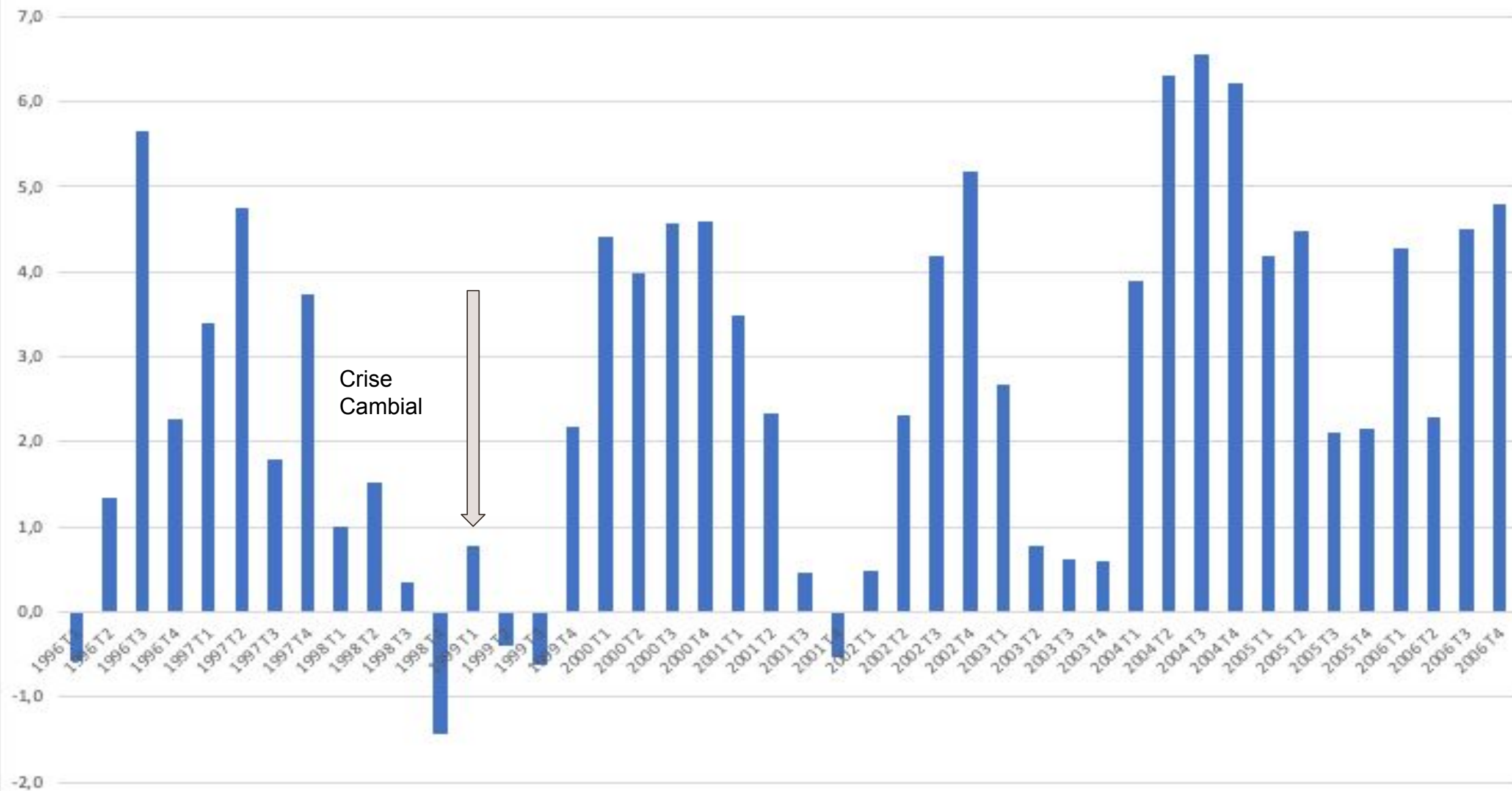
IPCA anual 1995-2010



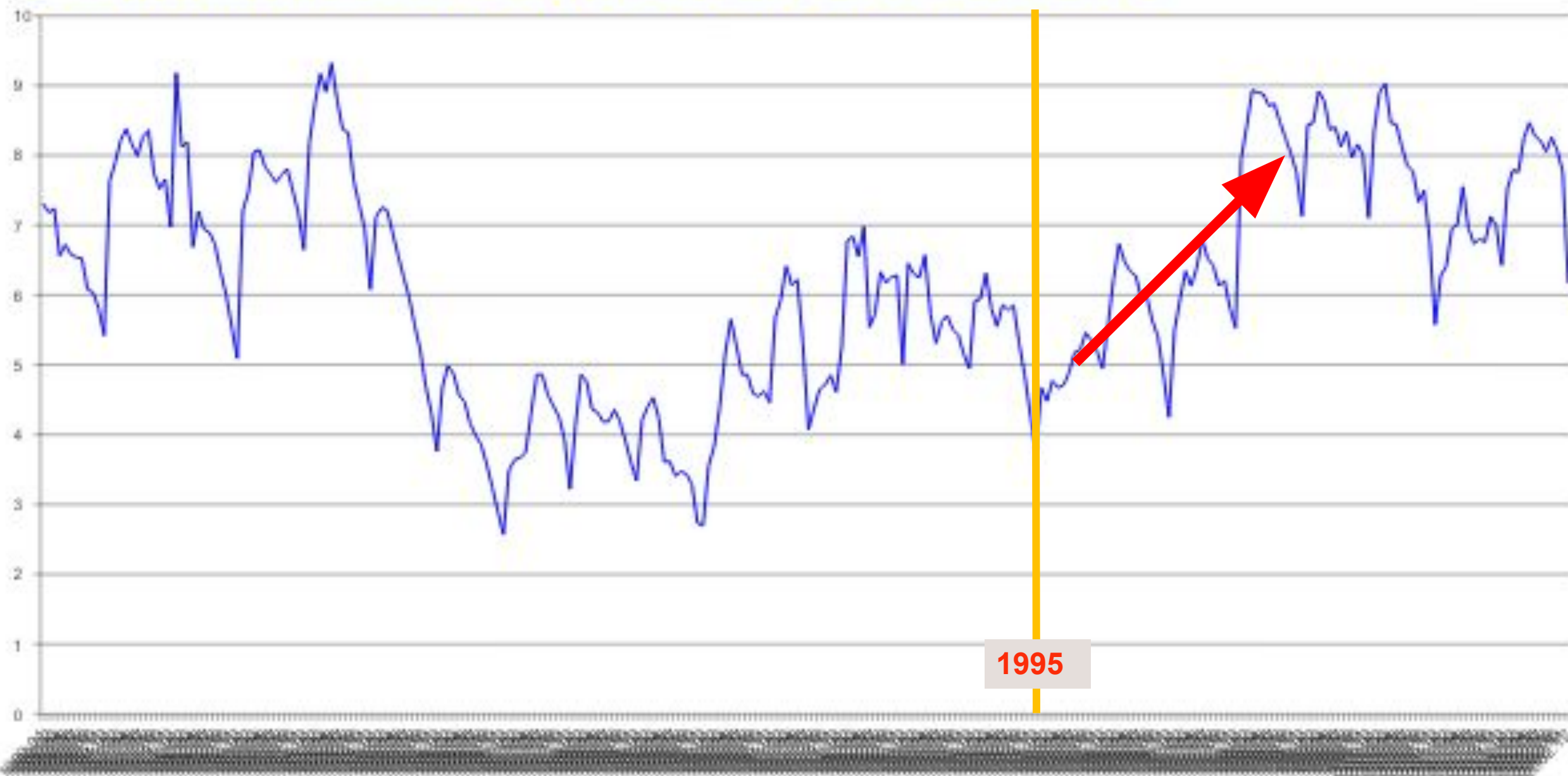
Variação trimestral do PIB (trim x trim ano anterior) 1992 - 2011

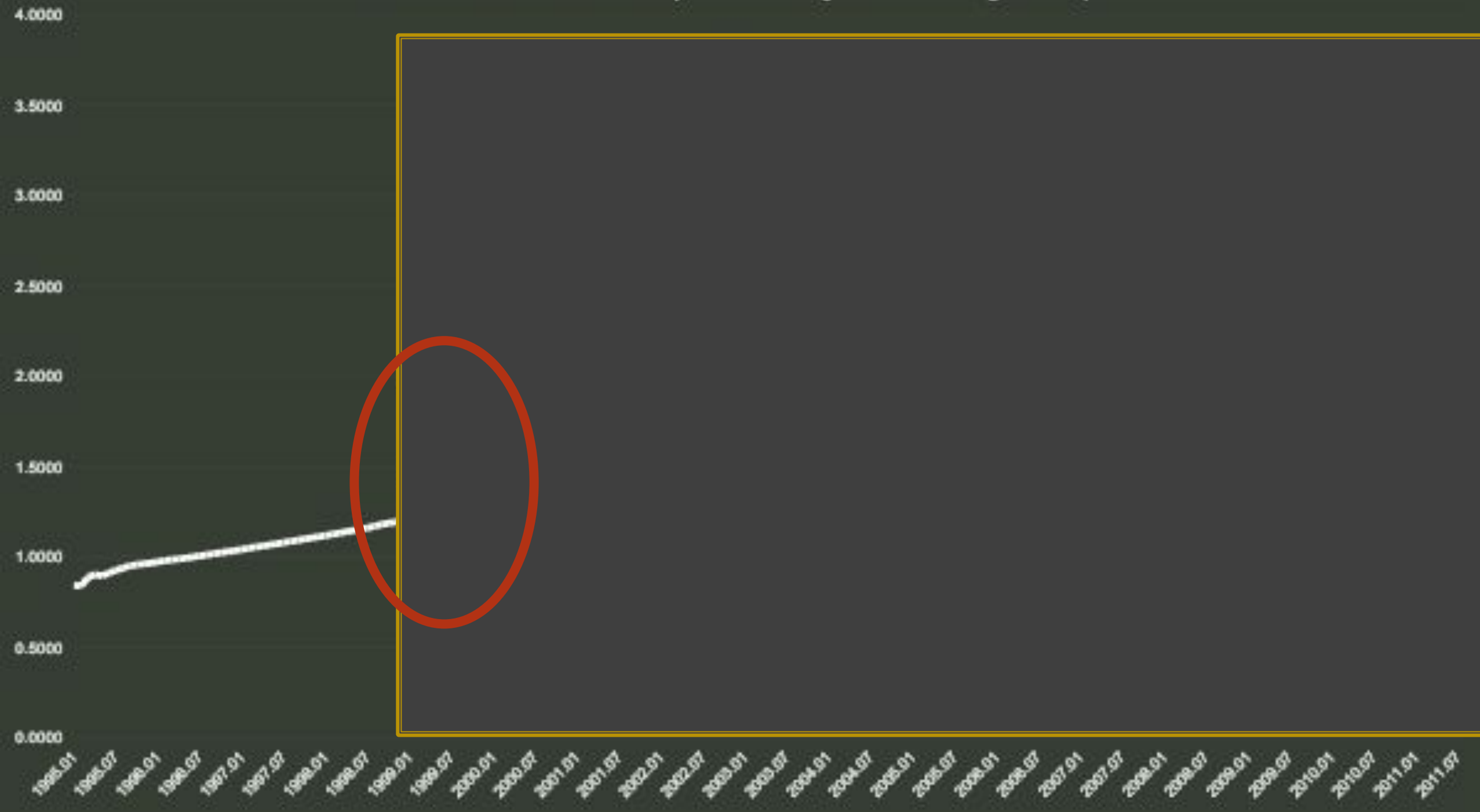


PIB (var relativo trim anterior)

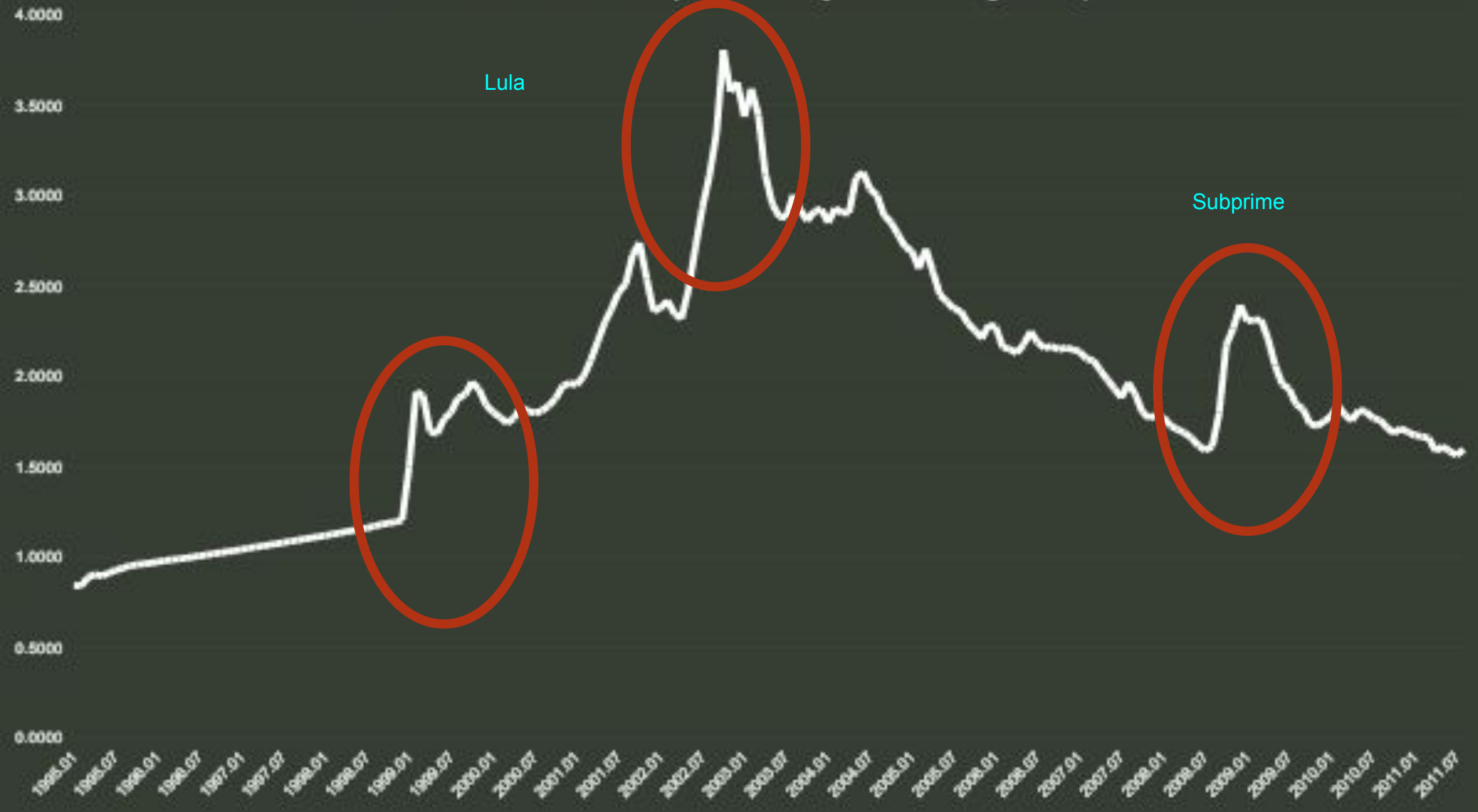


Taxa mensal de desemprego aberto nas RMs: 1980-2002





taxa de cambio comercial - compra - media mee (janeiro de 1995 - agosto 2011)



Da crise asiática à desvalorização brasileira

- Dificuldades no Brasil

- Dois problemas importantes:

- Fiscal: Dívida pública elevada e crescente
- Externo: Déficit em conta corrente



- Julho/1998: Privatização da Telebrás

- R\$ 22 bilhões □ US\$ 74 bilhões de reservas

- Agosto/1998: Crise Russa

- Desvalorização do rublo e moratória da dívida russa
- Brasil como “a bola da vez”
 - Grande fuga de dólares
 - US\$ 45 bilhões de reservas no final de setembro
 - US\$ 800 milhões por dia útil

Rumo a crise brasileira: Da crise asiática à crise russa

- Dificuldades no Brasil
- Dois problemas importantes:
 - Fiscal: Dívida pública elevada e crescente
 - Externo: Déficit em conta corrente:
- Julho/1998: Privatização da Telebrás
 - R\$ 22 bilhões □ US\$ 74 bilhões de reservas
- Agosto/1998: **Crise Russa**
 - Desvalorização do rublo e moratória da dívida russa
 - Grande fuga de dólares;
 - Brasil como “a bola da vez”
 - US\$ 45 bilhões de reservas no final de setembro
 - US\$ 800 milhões por dia útil
 - **Saída de recursos e não volta mesmo** com dobra dos juros (além de promessas fiscais de praxe)

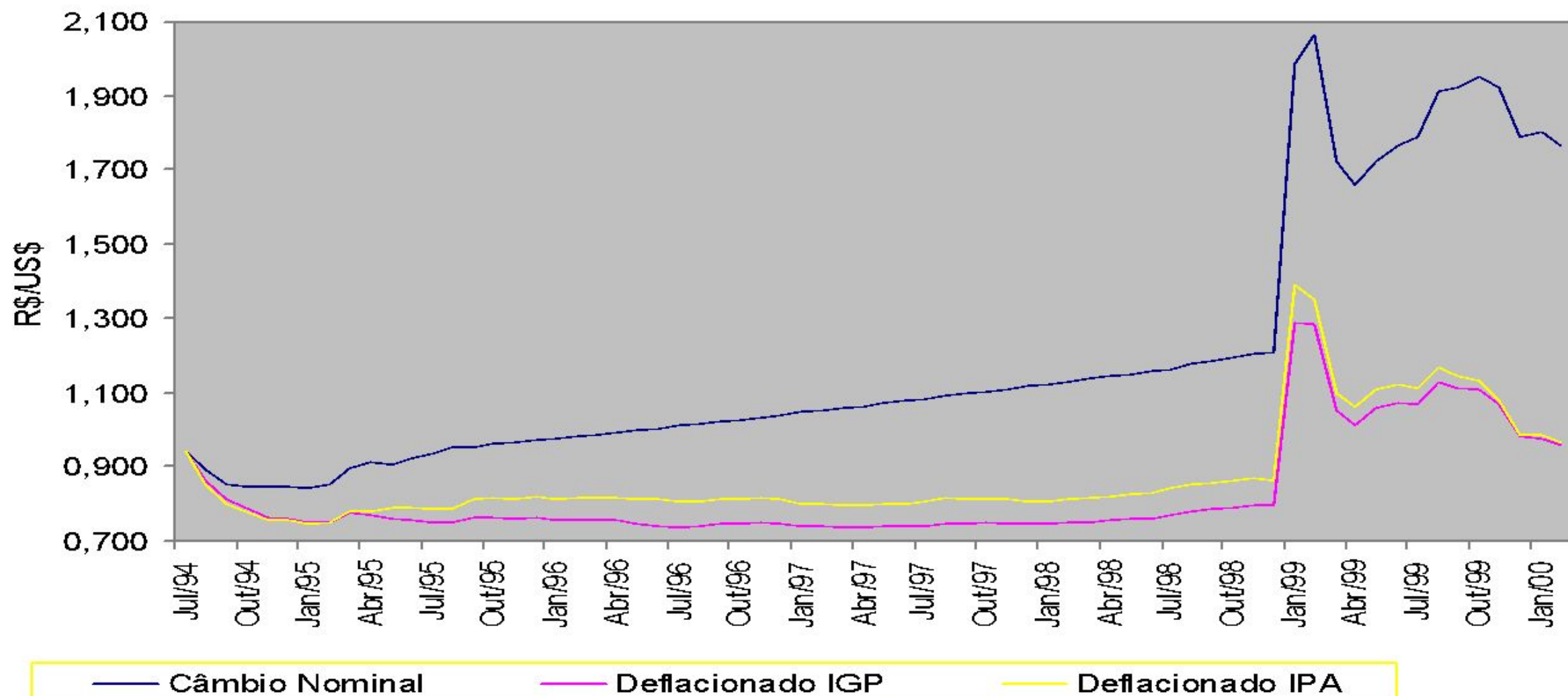
Rumo a crise brasileira: da crise russa à desvalorização brasileira

- Desvalorização iminente: duas ressalvas para ela ocorrer:
 - Calendário eleitoral (reeleição FHC)
 - riscos :
 - volta da inflação - México (Desvalorização causou...)
 - Contração econômica – Ásia
 - ✓ Exposição do setor privado à desvalorização cambial (setor privado com passivos em moeda externa - dólar)
- 2º semestre 1998 – preparação para desvalorização
 - ***Pacote com o FMI***
 - “Pacote emergencial”: US\$ 42 bilhões: FMI, Banco Mundial, BID, Países Desenvolvidos
 - Governo assume risco cambial (dá hedge para setor privado: mercado futuro e à vista de dólar, dívida pública interna com cláusula cambial) – socialização dos prejuízos

A Crise e a Mudança de Regime Cambial

- **Janeiro 1999** – câmbio flutuante e desvalorização
 - Aprovação do pacote pelo FMI em dez/1998
 - Rejeição de pacote fiscal pelo Congresso
 - Moratória de Minas Gerais
 - Volta da desconfiança
 - Fuga de dólares: até US\$ 1 bilhão por dia
 - Tentativa frustrada de desvalorização controlada de 10%
 - “Banda diagonal endógena”
- ***Câmbio flutuante* a partir de 15/01/1999**
 - Variação nominal de 48% em 1999
 - R\$ 1,22 para R\$ 1,79 (dezembro) (R\$ 2,16 em fev.) Gustavo Franco sai fora do BC entra Armínio Fraga

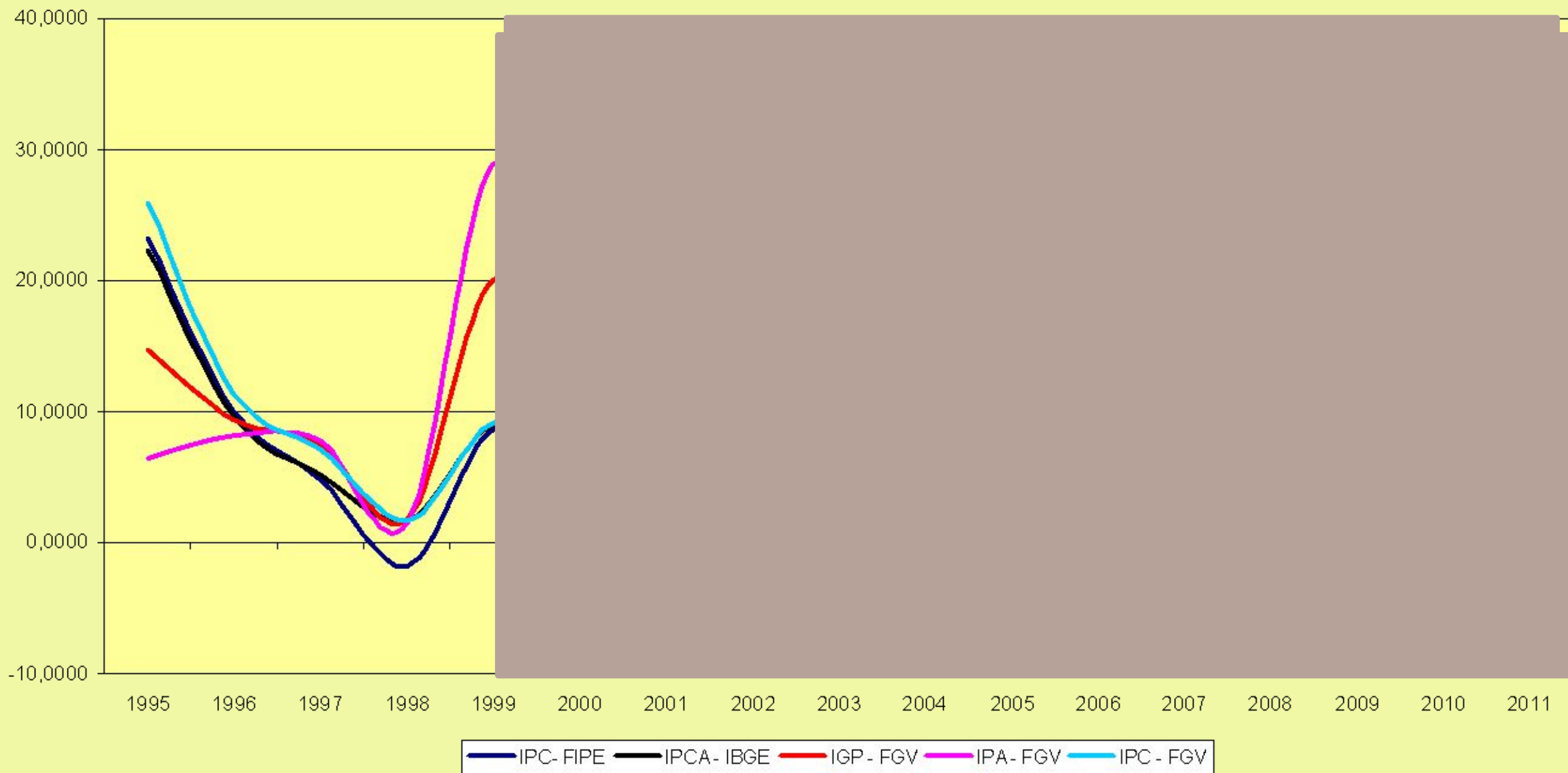
Taxa de Câmbio Nominal e Deflacionada, Jul/94 a Fev/00.

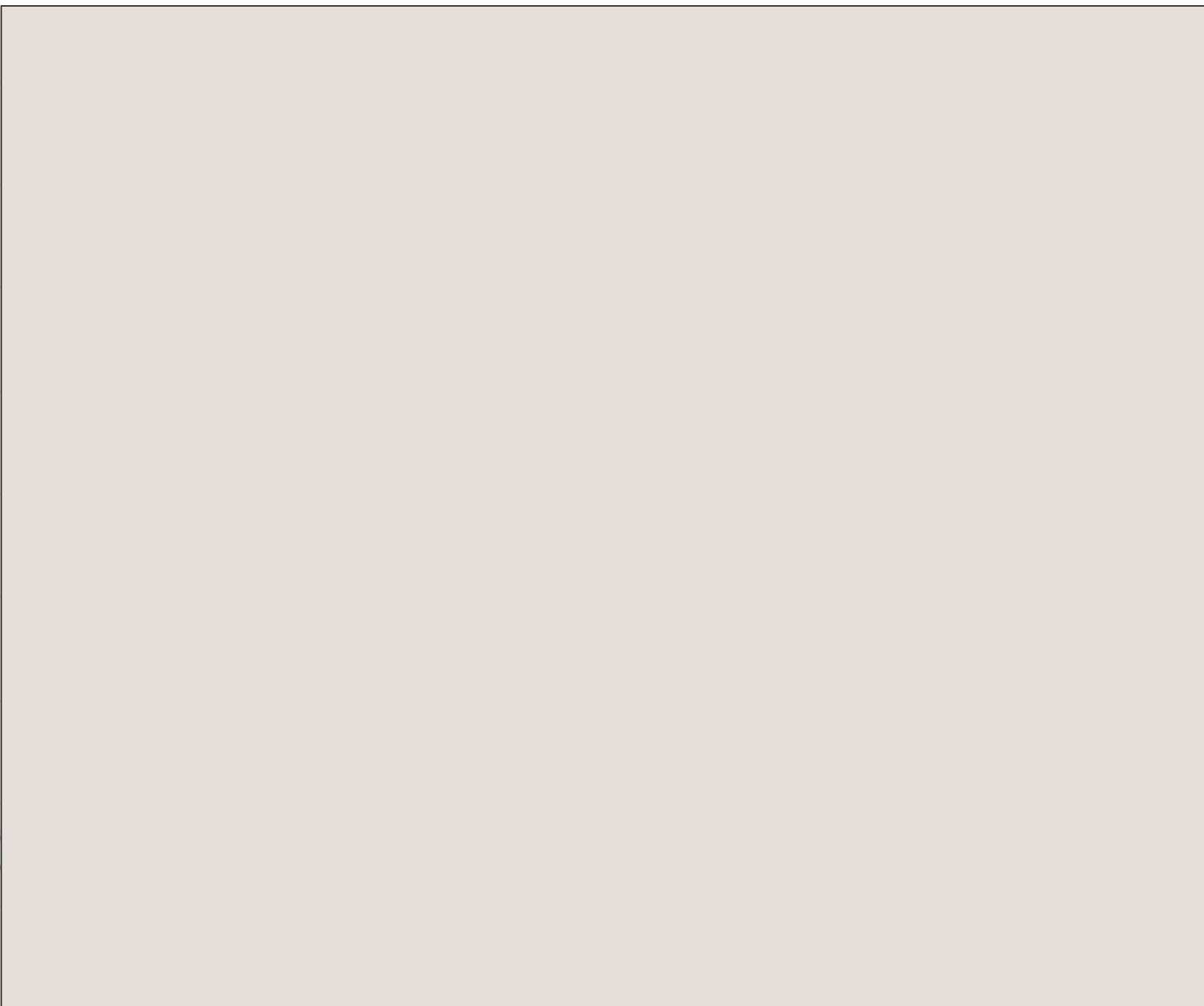
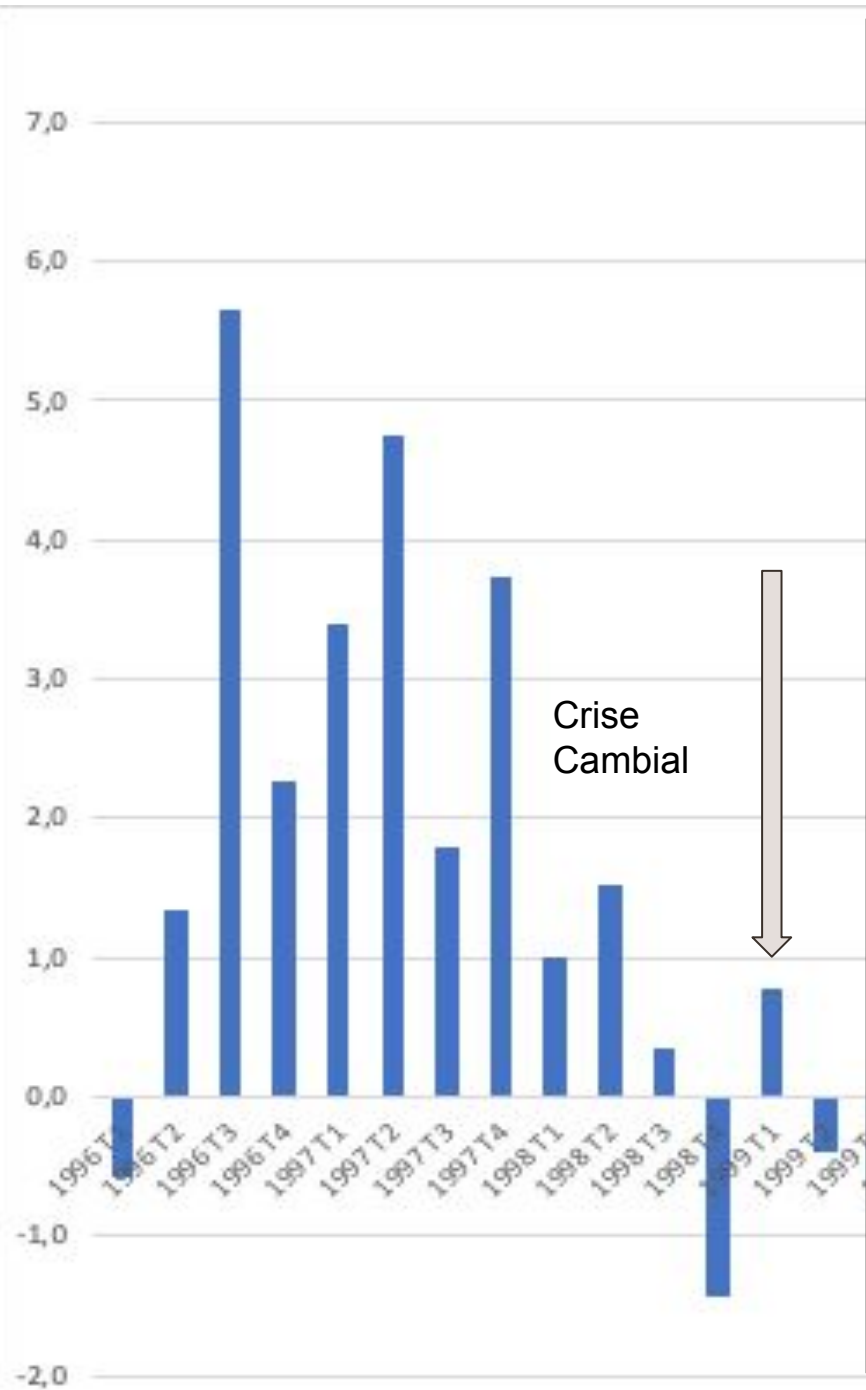


Consequências da mudança cambial

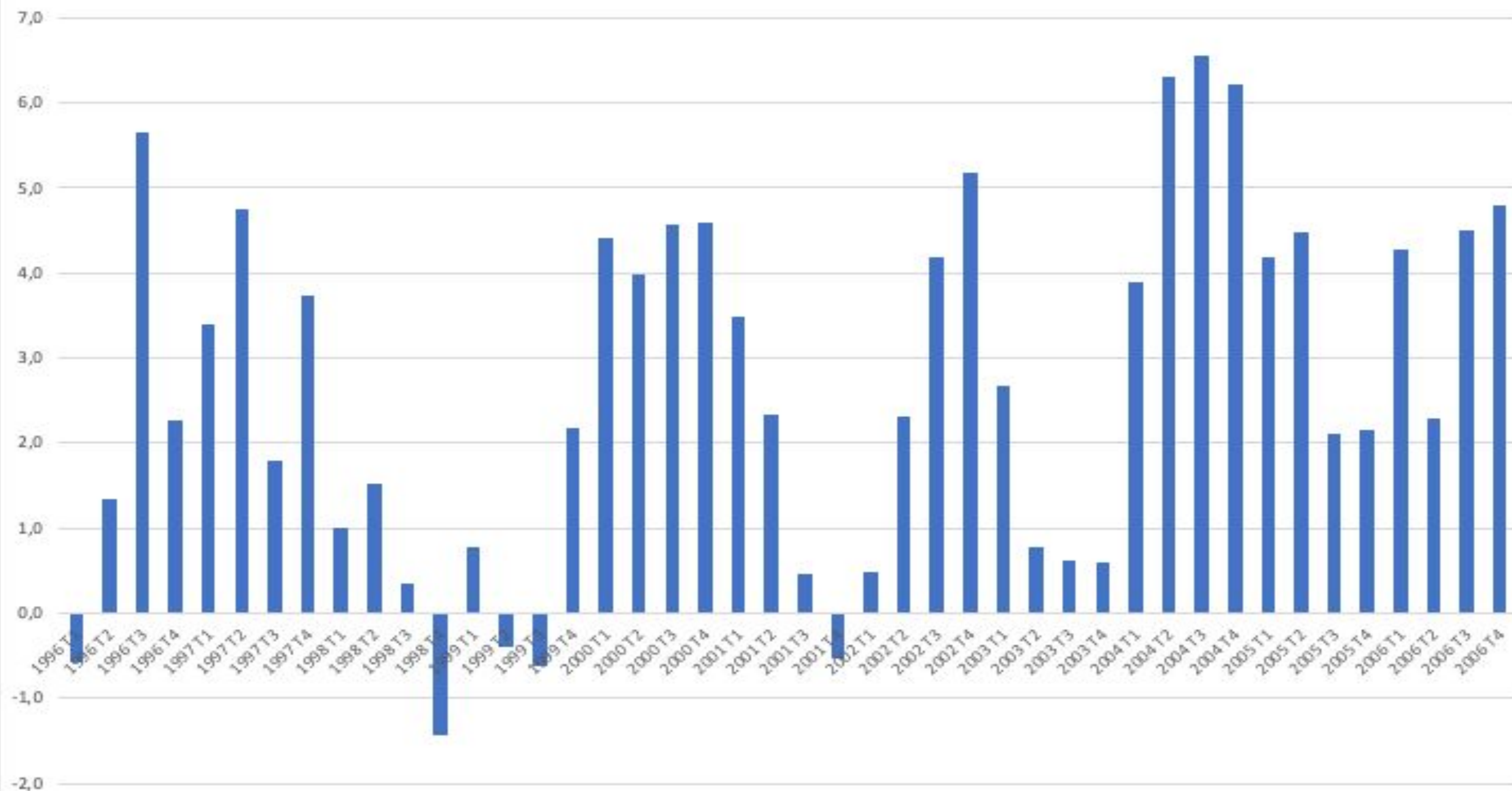
- Desvalorização - riscos :
 - **volta da inflação** – México e Contração econômica – Ásia
- Brasil
 - Inflação:
 - pequena elevação no curto prazo mas não permanente
 - Taxas de juros mantidas elevadas e situação recessiva
 - Ajuste ao inverso do Plano Real (tradeables x não tradeables)
 - Não há "grande" contração da economia como na Ásia (ou Argentina posteriormente)
 - não houve grande efeito patrimonial da desvalorização
 - Existe alguma substituição de importações,

Inflação Anual no Brasil - varios indicadores 1995 - 2011





PIB (var relativo trim anterior)



Ainda as consequências (expectativas) da desvalorização cambial

- **Recuperação do comercial externo**

- recuperação aparece mas é mais lenta que esperado

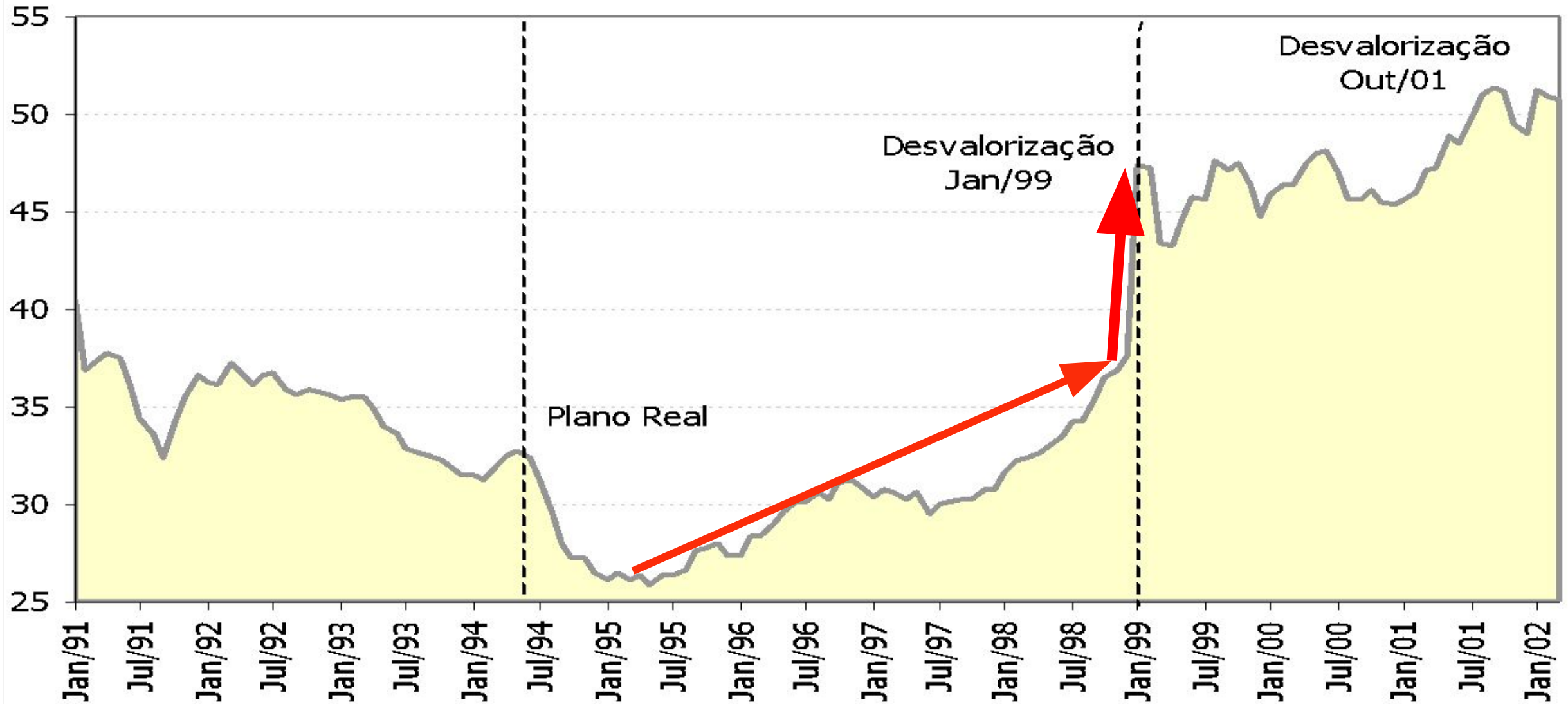
- **Problemas nas Finanças Públicas**

- Efeitos patrimoniais da desvalorização suportada por Governo – ampliação do endividamento público;
- Para evitar explosão da dívida pública necessário geração de superávits fiscais primários,
 - também necessários para compensar pagamentos de juros ainda altos.

Os efeitos da desvalorização sobre a dívida

- **Impacto direto:** Dívida externa (6,3% do PIB)
- **Dívida interna** indexada ao dólar (7,5% do PIB)
 - Fornecer *hedge* para as empresas
- “Fantasma” da moratória da dívida interna
 - Corrida bancária em fins de jan/1999
 - Situação só se normaliza em março
 - Alta temporária dos juros, aumentando o custo de oportunidade de comprar dólares
 - Constatação de que a inflação não saiu do controle
 - Novo acordo com o FMI
 - Ajuste fiscal desta vez não é apenas anúncio

DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO em % DO PIB (Jan/91 - Mar/02)¹



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Brasil

(1) Exclui a base monetária

Ainda as consequências (expectativas) da desvalorização cambial

- **Recuperação do comercial externo**
 - recuperação aparece mas é mais lenta que esperado
- **Problemas nas Finanças Públicas**
 - Efeitos patrimoniais da desvalorização suportada por Governo – ampliação do endividamento público
 - Para evitar explosão da dívida pública necessário geração de superávits fiscais primários,
 - também necessários para compensar pagamentos de juros ainda altos
- **Desvalorização permite queda da taxa de juros,**
 - inferior ao imaginado, juros mantidos altos em função das dificuldades externas e da inflação.

Novo regime macroeconômico;

tripé:

1. taxa de câmbio flutuante
2. metas de inflação (importado da Nov Zel)
3. superávit primário

Atividade Econômica

- Expectativa com a mudança cambial e tripé
 - melhora da situação externa e contas públicas
 - possibilidade de uma maior queda da taxa de juros
 - maior crescimento econômico, mas:
- Crescimento médio no II FHC: 2,1%a.a., abaixo do I FHC.
 - 1999 – fraco desempenho decorrente do processo de estabilização;
 - 2000 – maior taxa de crescimento 4,36%
 - 2001 – Crise energética, crise argentina e ataques terroristas – queda da taxa de crescimento
 - 2002 – Crise cambial (eleitoral) e baixo crescimento