



## Planos Econômicos e Inflação: lições do passado

Embora a inflação brasileira tenha rodado acima do centro da meta estipulada pelo governo nos últimos anos, tendo inclusive apresentado um resultado de dois dígitos em 2015 (10,7%), o problema inflacionário observado nem de longe se aproxima do enfrentado pelo país na década de oitenta e nos primeiros anos da década seguinte. Uma série de tentativas de estabilização foi adotada, sem sucesso em conter o problema crônico da inflação, até o Plano Real finalmente conseguir “domar” a alta de preços. Como veremos ao longo desta carta, além de problemas pontuais em seus desenhos, um empecilho comum ao fracasso de todos os planos foi o não equacionamento do problema fiscal. Recentemente, com a forte deterioração das contas públicas do país, o risco de descontrole inflacionário voltou a ser uma possibilidade no radar como sendo algo não mais impensável.

Com a redemocratização em 1985 - que se deu após a eleição indireta que colocou inesperadamente José Sarney na Presidência da República, após o falecimento de Tancredo Neves, - o foco da política econômica se voltou para o controle da inflação, que já vinha rodando em patamares de três dígitos nos anos mais recentes. Com o fracasso das tentativas anteriores de controle da inflação, ganhou peso a crença de que o problema inflacionário do Brasil era um reflexo da inércia inflacionária: os mecanismos de indexação de preços faziam com que a inflação se propagasse e o choque em um determinado ano – como no preço do petróleo – resultaria em uma inflação galopante. Esta visão foi o principal pano de fundo dos planos de estabilização que se seguiram.

Conforme podemos ver na linha do tempo a seguir com os principais eventos socioeconômicos, a duração média de cada um dos planos foi extremamente curta e, conseqüentemente, a rotatividade na equipe econômica muito elevada. A dinâmica era parecida: após uma queda inicial, a inflação logo voltava a se descontrolar.

Plano Cruzado	fev/86
Cruzadinho	jul/86
Cruzado II	nov/86
Moratória de Juros div externa	fev/87
Dilson Funaro sai	abr/87
Plano Bresser	jun/87
Bresser sai	dez/87
Feijão-com-arroz	jan/88
Suspensão da moratoria	jan/88
Constituição	out/88
Plano Verão	jan/89
Cruzado Novo	jan/89
Plano Collor	jan/90

Plano Collor II	jan/91
Impeachment	out/92
Collor renuncia, Itamar assume	dez/92
Criação do Cruzeiro Real	jul/93
Criação da URV	mar/94
Substituição do Cruzeiro Real pelo Real	jul/94

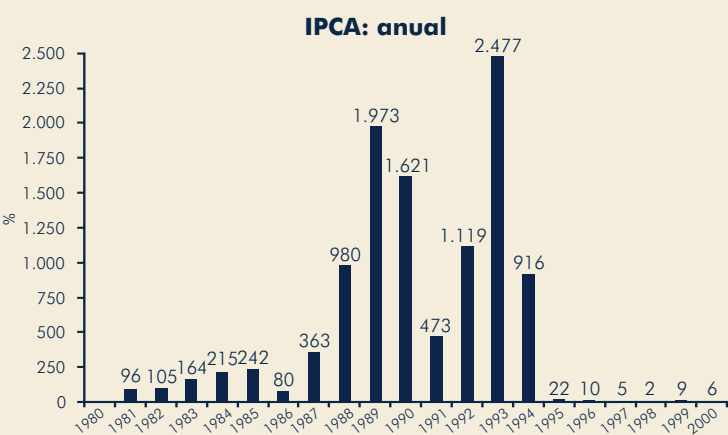
Foram quatro planos econômicos adotados de 1986 até 1993: Plano Cruzado, Plano Bresser, Plano Verão e Plano Collor. Embora cada um tenha suas particularidades, o pilar básico era composto por (i) congelamento de preços e (ii) tentativa de desindexar a economia. Apresentamos a seguir uma breve descrição de cada um dos planos em questão:

O Plano Cruzado foi anunciado em fevereiro de 1986 e instituiu o cruzado como nova moeda nacional em substituição ao cruzeiro. O programa consistia em um congelamento de preços por tempo indeterminado – com apelo presidencial para que a população ajudasse no controle – e na criação de um gatilho para os salários, que além dos reajustes referentes ao dissídio anual, seriam corrigidos sempre que a inflação acumulada alcançasse 20%. Após um sucesso temporário na redução da inflação, sinais de sobreaquecimento da economia começaram a pressionar os preços. Mais à frente, com a expectativa do eventual fim do congelamento, a pressão de demanda se intensificou ainda mais e, com controle de preços, a escassez de bens na economia se tornou uma norma. Em novembro de 1986 foi lançado o Plano Cruzado 2, que era composto basicamente por um pacote fiscal com foco em elevação de alguns impostos e tarifas públicas, que estavam extremamente defasadas. Adiante, houve o reconhecimento de que um dos principais problemas do plano foi o congelamento de preços em um momento em que as tarifas públicas se encontravam desajustadas em relação aos demais preços da economia, após terem sido utilizadas como instrumento de contenção da inflação nos anos anteriores. O efeito desta correção foi um forte choque inflacionário, que culminou no fracasso do plano.

O Plano Bresser, anunciado em junho de 1987 já sob o comando de outra equipe econômica, visava corrigir alguns dos problemas identificados no plano anterior. O congelamento de preços foi anunciado por um período de apenas 90 dias e, antes deste, as tarifas públicas foram elevadas de forma a corrigir a defasagem. Além disso, diferentemente do Plano Cruzado, havia uma diretriz para a política fiscal e monetária que consistia, respectivamente, em reduzir o déficit público e em manter o juro real em nível

positivo para conter a demanda agregada. Este conjunto de políticas mais restritivas resultou em uma desaceleração relevante da atividade, mas não surtiu efeito na inflação. Ou seja, embora o excesso de demanda tenha colaborado para o fracasso do Plano Cruzado, o mesmo não pode ser dito do Plano Bresser. Uma das razões apontadas para a resiliência da inflação foi o fato dos preços relativos da economia não estarem em equilíbrio na data do congelamento, mesmo com a recomposição das tarifas públicas. Com a manutenção dos níveis elevados de inflação, a pressão por reajuste dos salários se intensificou, em particular no setor público. Inevitavelmente, uma nova rodada de aumentos foi anunciada, minando inclusive o esforço de redução do déficit fiscal ao qual o plano havia se proposto inicialmente.

Após o fracasso do Plano Bresser no final de 1987 e um período subsequente em que foi conduzida uma política econômica denominada de “feijão-com-arroz” pelo então novo ministro Mailson da Nóbrega – com metas bem menos ambiciosas, como a estabilização da inflação mensal em 15% –, as tentativas de domar a inflação foram retomadas com o Plano Verão em janeiro de 1989. Criou-se uma nova moeda, o cruzado novo, mas o conjunto de medidas não fugiu muito das adotadas anteriormente: mais um congelamento de preços e uma tentativa de desindexar a economia ao suprimir a regra de correção automática dos salários. Mesmo com a ênfase na necessidade de equacionar a situação fiscal, os resultados não foram de fato entregues e o fracasso logo ficou aparente.



O governo recém-eleito de Fernando Collor herdou uma inflação que alcançava 80% ao mês, uma situação fiscal bastante delicada e um balanço de pagamentos frágil, com baixo nível de reservas internacionais. Logo de cara foi anunciado o Plano Collor, que combinava política fiscal austera, política monetária restritiva, abertura comercial e privatizações, com mais uma tentativa de congelamento de preços. A medida mais polêmica foi o anúncio do “confisco” dos ativos financeiros por um período de 18 meses, em uma tentativa de conter a fuga dos títulos públicos que se desenhava. Além da rápida corrosão da popularidade e base de apoio parlamentar do presidente (que já era pequena), outro efeito colateral da medida foi uma forte restrição de liquidez que, somada às políticas monetária e fiscal mais duras, resultou em

contração expressiva da demanda agregada. Ainda em 1991, houve a tentativa de lançar o Plano Collor 2, mas as denúncias de corrupção envolvendo o presidente abriram as portas para o processo de impeachment, com o afastamento de Collor em outubro de 1992.

Conforme vimos, as tentativas de estabilização tiveram vida útil pequena e o conjunto de medidas foi em essência parecido. O que podemos concluir de todas estas tentativas fracassadas? Um componente comum foi a incapacidade de administrar o problema fiscal, que juntamente com o descontrole das expectativas inflacionárias era o principal motor da inflação.

## Plano Real

Após a série de fracassos, o Plano Real finalmente conseguiu interromper o processo hiperinflacionário do Brasil. A concepção do plano pode ser dividida em três etapas: (i) ajuste fiscal significativo; (ii) criação da Unidade Real de Valor (URV), que seria uma espécie de moeda indexada, convivendo paralelamente com a moeda corrente, o cruzeiro real; (iii) conversão da URV no real, extinguindo o cruzeiro real. Em julho de 1994 o real tornou-se oficialmente a moeda nacional. A inflação, que rodou em média em 43% de janeiro a junho, se estabilizou próxima a 1% ao mês no final do ano.

O plano tinha três pilares. Em primeiro lugar, a fixação da taxa de câmbio no patamar de R\$/US\$ 1,0<sup>1</sup>. Em segundo lugar, uma política fiscal comprometida com redução da rigidez orçamentária e disciplina nos gastos<sup>2</sup>. Por fim, havia o comprometimento de praticar taxas de juros reais elevadas o suficiente para defender a cotação do real.

A ideia por trás da cotação fixa do real era criar uma espécie de âncora cambial, transferindo credibilidade à moeda nacional ao impor restrições à atuação da política monetária; a necessidade de defender a cotação do real fazia com que a prática de juros reais baixos ou negativos como no passado recente fosse inviável, tendo em vista o efeito adverso sobre o fluxo de capitais.

Esta estratégia, entretanto, embutia alguns efeitos colaterais indesejados. Com a inflação no Brasil ainda rodando acima da observada nos parceiros comerciais e com o câmbio nominal fixo, o resultado era uma apreciação do câmbio real, que é a variável que de fato importa em termos de competitividade da economia doméstica. Além disso, ao manter-se atrelado ao dólar americano, o real acabou pegando carona na valorização global do dólar observada a partir de 1996. Conseqüentemente, as contas externas iniciaram um processo de deterioração, com o déficit em conta corrente saltando de 2,4% do PIB em 1995 para 4,3% em 1999.

<sup>1</sup>Na verdade, de 1995-1998 o regime cambial foi caracterizado por um *crawling peg*, que é na prática um regime de câmbio quase fixo: flutuações do câmbio em torno de uma banda sendo permitidas.  
<sup>2</sup>Apesar da promessa, a política fiscal foi de fato frouxa durante praticamente todo o primeiro mandato de FHC.

Aos poucos, a questão cambial foi se tornando um ponto de discórdia relevante entre a própria equipe econômica. Com a sequência de crises internacionais – Crise Tequila no México em 1994, Crise Asiática em 1997 e Crise da Rússia em 1998 – houve uma piora relevante no fluxo de capitais para economias emergentes, como o Brasil, o que acarretou uma rápida perda de reservas internacionais, aumentando ainda mais a pressão sobre o regime cambial e culminando na flutuação do real em 1999.

Com a perda da âncora cambial, tornou-se necessário criar uma nova âncora para controlar as expectativas de inflação e evitar um retorno ao período de inflação descontrolada pré-Real. Esse papel passou a ser desempenhado pelo sistema de metas de inflação, introduzido ainda em 1999 – um marco muito relevante. O sistema era baseado no comprometimento com uma política monetária independente, visando o alcance das metas estipuladas, e tinha como pressuposto um câmbio flutuante e uma política de metas fiscais. Este arcabouço perdura até hoje e é observado na esmagadora maioria das economias desenvolvidas.

Em 2000, outro desenvolvimento muito importante foi a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal, que introduziu disciplina fiscal e transparência antes ausentes nas contas públicas nacionais. O conjunto de restrições impostas aos gestores públicos era relevante, incluindo a fixação de limite para a despesa com funcionários públicos nos três poderes e para o endividamento total dos entes federados. Por fim, criou-se também metas para superávit primário, com reavaliações periódicas do progresso no alcance de tais metas e mecanismos, forçando correção de rumo no caso de resultados piores que o esperado. Vale aqui ressaltar que, como hoje bem sabemos, uma série de brechas foi sendo encontrada ao longo do tempo para burlar a LRF, que se tornou inócua em alguns pontos. Por exemplo, a restrição sobre a folha de pagamentos foi manobrada de forma a excluir despesas com inativos. O resultado é a situação calamitosa em que se encontram atualmente vários entes federados, em especial o Rio de Janeiro.

## **Dominância Fiscal**

Diante do grave quadro fiscal no qual o Brasil se encontra atualmente imerso, uma antiga teoria, que parecia ter migrado para o rol de meras curiosidades acadêmicas, foi ressuscitada: a dominância fiscal. Esta consiste em uma situação em que a política monetária se torna inócua como instrumento de combate à inflação, devido ao quadro fiscal desajustado. Um exemplo nos ajudará a entender melhor. Suponhamos que em um determinado momento o banco central identifica uma pressão inflacionária de demanda na economia e pretende combatê-la apertando as condições monetárias via elevação de juros, de maneira a

desestimular o consumo e o investimento. Neste caso, o receituário macroeconômico básico pressupõe uma elevação da taxa de juros real ex-ante (ou seja, um aumento superior à elevação das expectativas de inflação).

Entretanto, devido à já alta dívida pública, essa elevação das taxas de juros reais leva a uma percepção por parte dos agentes econômicos de que a trajetória do endividamento se deteriorará de tal maneira que surgem dúvidas a respeito da sustentabilidade desta dívida. Em decorrência disto, há uma fuga dos títulos públicos e corrida para ativos reais, entre eles moeda estrangeira. Esta fuga gera, por sua vez, uma desvalorização da moeda local – no nosso caso, o real – pressionando a inflação, que também é impulsionada pelo receio de eventual monetização da dívida pública, elevando as expectativas de inflação. Não só a ação do banco central se mostra inócua para conter a inflação, como no final das contas acaba inclusive a impulsionando. A política monetária se torna totalmente refém da política fiscal, que toma um papel central na condução macroeconômica.

## **Dominância Fiscal e o quadro fiscal atual no Brasil**

A deterioração do quadro fiscal brasileiro nos últimos anos é impressionante. Do final de 2014 até o dado mais recente na data em que escrevemos – julho de 2017 – a dívida bruta avançou cerca de 17 pontos percentuais, alcançando 73,8% do PIB. Segundo a maioria dos cenários traçados por analistas para os próximos anos, esta piora deve continuar. Em alguns cenários mais pessimistas, poderia alcançar 90% já no início da próxima década, um patamar extremamente elevado quando comparado com outras economias emergentes. Embora uma parte não desprezível da deterioração seja um reflexo da forte recessão enfrentada pelo país, com impacto relevante sobre as receitas do governo, as despesas estruturalmente rígidas impossibilitaram uma adaptação do ritmo de gasto à nova realidade da arrecadação<sup>3</sup>. Com esse quadro em vista, quais são os riscos olhando para frente? Existe o cenário em que podemos flertar novamente com um ambiente de inflação elevada?

Embora de uma maneira desordenada, regressiva e com impactos adversos significativos sobre a organização da economia, no passado hiperinflacionário do Brasil, a inflação evitava uma deterioração ainda maior das contas públicas de duas maneiras: (i) com o desenvolvimento ao longo dos anos de novos mecanismos de indexação, as receitas tornaram-se relativamente protegidas em termos reais, enquanto a estratégia de postergar os pagamentos das despesas corroía os dispêndios em termos reais, melhorando o resultado primário e (ii) a inflação mais elevada corroía o juro real efetivo da dívida pública, tornando a trajetória de dívida menos explosiva.

<sup>3</sup>Em termos reais, deflacionado pelo IPCA, a receita líquida do governo central recuou 10,2% de 2014 para 2016. Já as despesas totais, majoritariamente rígidas, ficaram praticamente estáveis mesmo com todo o esforço de contenção de despesas discricionárias realizado pelo governo.

Dito isso, na conjuntura atual, esses efeitos benignos sobre a trajetória da dívida seriam mais contidos. Em primeiro lugar, grande parte das despesas públicas no Brasil é hoje indexada à inflação passada e o calendário de dispêndio das despesas obrigatórias é relativamente fixo, ou seja, apenas em um cenário de aceleração inflacionária é que as despesas seriam comprimidas em termos reais. Além disso, atualmente uma parcela não desprezível da dívida pública é indexada ao IPCA (as NTN-Bs), o que mitigaria a redução do juro real efetivo. Por fim, a dívida pré-fixada no Brasil tem uma maturidade relativamente curta, o que iria requerer um refinanciamento num curto espaço de tempo, provavelmente a taxas reais mais elevadas demandadas pelo mercado<sup>4</sup>. Resumindo: o ajuste das contas públicas via inflação mais elevada teria custos relevantes para a economia.

## Conclusão

O arcabouço macroeconômico do Brasil é hoje muito mais estruturado do que nas décadas passadas. A prova final disto é que mesmo com o quadro fiscal muito desafiador, as expectativas de inflação se encontram atualmente ancoradas em torno das metas estipuladas pelo governo para os próximos anos, e não há sinais de disfuncionalidade nos mercados ou corrida preventiva para ativos reais.

Dito isso, por mais que avanços relevantes tenham sido alcançados ao longo do último ano, em particular a PEC que instituiu um teto para o crescimento das despesas públicas, na ausência de uma reforma que lide diretamente com a questão do engessamento dos gastos no Brasil, a situação voltará a sair do controle em alguns anos. Em particular, sem uma reforma da previdência, cumprir o teto de gastos daqui a poucos anos será uma tarefa praticamente impossível, pois o orçamento passará a ser composto integralmente por despesas obrigatórias ou muito engessadas, como os pagamentos de previdência ou salários do funcionalismo público.

A lição que podemos tirar do passado é que o descontrole fiscal, em seu estado extremo, pode empurrar o país para uma situação de descontrole inflacionário. A eventual percepção por parte dos agentes econômicos de que a trajetória da dívida é insustentável – e que esta terá eventualmente que ser monetizada – levará a um descontrole das expectativas de inflação, tornando o sistema de metas de inflação disfuncional, pois uma elevação da taxa de juros real ex-ante – para tentar reancorar as expectativas – irá resultar em uma deterioração adicional da trajetória da dívida. O país se encaixaria assim num quadro de dominância fiscal e o “ajuste” seria feito da maneira mais traumática, via erosão inflacionária da dívida. Ou seja, o equacionamento do problema fiscal é uma condição necessária para retirarmos do radar o risco de um retorno ao passado de descontrole inflacionário. ■

---

Todas as opiniões contidas nesta carta representam nosso julgamento até esta data e podem mudar sem aviso prévio, a qualquer momento. Este material tem caráter meramente informativo, não devendo ser considerado uma oferta de venda de nossos serviços.

---

<sup>4</sup>Segundo a Nota para Imprensa de Mercado Aberto referente ao mês de junho, a duração média da dívida pré-fixada no Brasil era de 2,2 meses.

## *Turim Family Office & Investment Management*

*Gerenciamento ativo e em tempo integral das diversas situações que envolvem  
a estratégia de longo prazo de uma família*

A Turim é a única representante da América do Sul na Wigmore Association, uma parceria entre Family Offices internacionais com o objetivo de compartilhar conhecimento sobre gestão de patrimônio. Essa é uma associação de trabalho, não envolvendo participação societária.



Rio de Janeiro +55 21 2259-8015  
São Paulo +55 11 3071-3329  
Belo Horizonte +55 31 3347-8353  
Londres +44 0 20 3859-3480  
[www.turimbr.com](http://www.turimbr.com)