



Universidade Estadual Paulista
Faculdade de Ciências e Letras
Departamento de Economia

Plano Real e a nova realidade brasileira

Nome: Thais Diniz Oliveira

Orientadora: Prof. Dra. Claudia Heller

Banca: Prof. Dr. Fausto Saretta

Araraquara

2011

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais Edilson e Vaemi e ao meu padrasto Edilson, por toda educação e todo apoio que me deram, por cada palavra de incentivo dada quando eu me sentia desmotivada, por toda sabedoria. Sem eles certamente eu não teria conseguido chegar até aqui.

À minha orientadora Claudia Heller por ter acreditado em mim e no meu potencial, me cobrando e me ajudando com muita paciência, fazendo de mim uma economista melhor.

Ao meu irmão Rafael, por todo carinho e respeito, por confiar e se espelhar em mim.

Às minhas irmãs Larissa e Karoline, as quais apesar de longe sempre estiveram presentes.

Aos meus amigos Aline Oliveira, Natasha Forte, Bruna Baccarin, Priscila Yuri, Giovanna Soffiati, Ben hur Miglioransa e Samuel Machado que nunca deixaram de estar ao meu lado, independente da distância e de seus compromissos, me dando força, conselhos, propiciando boas conversas e risadas, sendo simplesmente meus amigos.

Aos meus colegas de classe Luis Gustavo Baricelo, Heloísa Santos, Jaqueline Boriam e Caroline Contin, pela amizade construída a partir das experiências acadêmicas que compartilhamos.

Aos meus alunos do Curso Unificado Campus Araraquara (CUCA) que fizeram com que eu aprendesse a lecionar e procurasse dar o melhor de mim como professora e educadora.

Ao time de handebol, por ser minha família, por me ensinar a acreditar no meu potencial, por me manter temporariamente longe da rotina e dos meus problemas, e ainda, me proporcionar novas amizades e conquistas esportivas.

Ao meu namorado Ricardo Cano que me ajudou muito nessa jornada, com seus ensinamentos, seu amor, sua tão profunda paciência e dedicação, sendo meu fiel companheiro e amigo como também meu professor.

RESUMO

O presente trabalho faz uma análise a respeito do Plano Real e seus efeitos nos dois mandatos do presidente Fernando Henrique Cardoso (FHC), período este que se estende de 1995 a 2002. Para tanto, o estudo contempla uma breve retrospectiva acerca dos problemas enfrentados pelos planos anteriores, principalmente o Plano Cruzado e os motivos pelos quais se acredita que houve sucesso no que tange o combate à inflação. Além disso, procura-se descrever o processo de mudança para a nova moeda rumo à estabilização, a partir da explanação dos fundamentos teóricos em que foi baseada. Em sequência, delimita-se o panorama tanto internacional quanto interno em que a reforma monetária estava inserida e, portanto, os motivos pelos quais esse tipo de reforma foi aplicada. Subsequentemente são apresentados os efeitos do plano para a economia como um todo, abarcando também a maneira como as medidas econômicas foram tomadas frente às crises Mexicana e Asiática, as políticas utilizadas no âmbito do câmbio, taxa de juros, contas fiscais, balanço de pagamentos, dentre outros fatores e a relação existente entre eles. Diante disso, pode-se descrever quais foram as conseqüências imediatas e a longo prazo do programa de estabilização em termos de produto, emprego, déficit e dívida pública. Nesse sentido, é importante ressaltar as diversas conjunturas a que a economia foi exposta, como também, apontar os desafios e obstáculos decorrentes dessas alterações para o crescimento, ora acelerado, ora em desaceleração – o chamado *stop and go*. Evidentemente, fatos como a passagem para o regime de câmbio flutuante, adoção do regime de metas de inflação e a aprovação da lei de responsabilidade fiscal juntamente à política de superávit primário foram capazes de criar um novo cenário econômico e contribuir para sucessos posteriores aos anos FHC.

Palavras-chaves: Inflação. Plano Real. Política Econômica. Governos FHC.

ABSTRACT

This paper analyzes the Real Plan and its effects on two administrations of President Fernando Henrique Cardoso (FHC), a period which extends from 1995 to 2002. To this end, the study includes a brief review of the problems faced by previous plans, especially the Cruzado Plan and the reasons for the belief that it has been successful in relation to inflation control. Additionally, seeking to describe the process of moving to the new currency towards stabilization, the paper describes the theoretical foundations of the Plan. In sequence, it defines the background of both international and domestic monetary reform which was one important part of the Plan and therefore the reasons for the implementation of the monetary reform. Subsequently the paper deals with the effects of the Plan on the economy as a whole, covering also the way the economic measures were taken concerning the Mexican and Asian crisis, the policies used for the exchange rate, interest rate, fiscal accounts, balance of payments, among other factors and the relationship between them. Hence, it describes the immediate and the long-term consequences of stabilization program in terms of output, employment, public deficit and debt. Therefore, it is important to note the various junctures to which the economy was exposed, and also to point out the challenges and obstacles arising from these changes for growth, which was sometimes fast, sometimes slowing down - the so-called stop and go. Of course, facts as the moving to floating exchange rate regime, the adoption of inflation targeting regime and the adoption of fiscal responsibility law along with the primary surplus policy were able to create a new economic environment and to contribute to later success of the Cardoso years.

Keywords: Inflation. Real Plan. Economic policy. FHC's administration.

ÍNDICE

Introdução	5
1. Da alta Inflação à nova moeda	7
1.1. Antecedentes histórico- econômicos	7
1.1.1. Modelo de desenvolvimento neoliberal	13
1.2. Teoria e aplicação: das fases do Real à nova moeda	16
1.2.1. No combate à inflação inercial: a primeira fase	16
1.2.2. Segunda fase do plano e a URV	23
1.2.3. A nova moeda	30
2. Os primeiros anos de estabilização 1995- 1998	34
3. O segundo mandato FHC: 1999 - 2002	57
4. Considerações finais	67
5. Referências Bibliográficas.....	69

Tabelas

Tabela 1 – Necessidade de financiamento do Setor público: 1990 - 1994.....	22
Tabela 2 - Reservas Internacionais 1990 – 1994.....	30
Tabela 3 – Brasil: passivos de curto prazo – 1990 a 1995	33
Tabela 4 – Desigualdade de renda- Coeficiente de Gini	35
Tabela 5 - Evolução mensal do saldo da balança comercial brasileira entre 94 e 95.....	41
Tabela 6 - Investimentos e renda líquida enviada ao exterior – 1995- 2002	45
Tabela 7 – Balanço Fiscal: 1994- 1998	49
Tabela 8 – Dívida externa e reservas internacionais: 1990 a 1998	53
Tabela 9 - Balança de Capitais antes e depois do Real	55
Tabela 10 – Conta de transações correntes.....	55
Tabela 11– Variação anual de preços 1990 – 1998.....	55
Tabela 12 - Variação anual de preços – 1999 - 2002	63
Tabela 13 – Transações correntes – Montantes acumulados antes e depois do Real.....	65

Gráficos

Gráfico 1 – Imposto inflacionário	23
Gráfico 2 – Brasil: Inflação na nova moeda	28
Gráfico 3 - Taxa de juros: ago/94 a ago/99	52
Gráfico 4 - Inflação no Brasil Antes e Depois da Implantação do Regime de Metas	60
Gráfico 5 – Produto Interno Bruto – 1994 a 2002.....	66

Quadros

Quadro 1 – Os Planos de estabilização desde 1979 até o Real.....	12
------------------------------------------------------------------	----

Introdução

Esta monografia tem por objetivo analisar porque o Plano Real obteve resultados de natureza tão positiva no que diz respeito ao combate à inflação, quais mecanismos foram usados para que o componente inercial pudesse ser eliminado, bem como a maneira com que a expectativa dos agentes quanto a constantes aumentos no preço foi alterada. Não somente descrever por que meios o objetivo foi alcançado, mas também, dentro de que panorama internacional e nacional estava inserido. Afinal, no decorrer da história econômica foram estes diferentes cenários, muitas vezes, os responsáveis por choques na economia do Brasil.

Além da análise acerca da inflação, busca-se entender a estratégia de política econômica adotada nos anos posteriores ao plano, tanto no primeiro mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso quanto no segundo e seus efeitos no que diz respeito às variáveis econômicas taxa de juros e taxa de câmbio, refletindo-se por sua vez, nas contas externas e internas bem como no nível de renda e emprego da sociedade.

Estudar este período é de grande importância, haja vista ele ter conseguido, após tantos anos, proporcionar estabilidade de preços. No entanto, para alcançar o estágio de estabilidade, foi preciso não apenas modificar algumas práticas políticas, mas aplicá-las com rigor, mesmo que isso sacrificasse em alguns momentos o crescimento econômico, como se verá. Mesmo assim, diante das crises que aconteceram nos dois mandatos FHC, seja ela a mexicana, a asiática ou a fiscal, ficará claro que os anos iniciais do Plano Real tornaram-se essenciais para experimentar políticas e conseguir criar um ambiente propício ao crescimento nos anos que seguiram.

Por isso, o primeiro capítulo traz uma breve retrospectiva sobre o cenário econômico do Brasil da década de 80 e início de 90, descrevendo os motivos do fracasso do Plano Cruzado e resumidamente dos outros treze planos implementados no Brasil. E ainda, apresenta as ideias do Consenso de Washington e o novo modelo de desenvolvimento que dele decorre. Em seguida, procura analisar a base teórica em que esteve fundamentado o programa de estabilização e suas três fases, evidenciando os motivos para que fosse necessário um ajuste fiscal, a superindexação da economia por meio da URV, para só assim completar a reforma monetária.

O segundo capítulo trata das conseqüências da adoção da nova moeda no primeiro mandato FHC. Em um primeiro momento, a economia sofreu um *boom* de consumo e uma aceleração do crescimento, logo contido com a crise mexicana e as políticas mais restritivas adotadas pelo governo. Antes que estivesse totalmente recuperado, o país foi pego pelas crises asiática e russa e acabou entrando em uma crise, não apenas devido aos impasses externos mas também a crise interna que se instalava, resultado de sua política econômica baseada no tripé: valorização, abertura comercial e altas taxas de juros.

O terceiro capítulo abrange o segundo mandato de FHC e corresponde aos anos de 1999 a 2002. Nessa segunda fase do Plano Real, o conjunto de política econômica sofre alteração: o câmbio agora flutua, há um regime de metas de inflação e uma política de superávit primário no âmbito fiscal. Embora também tenha havido crise (em especial no ano de 2002), as contas externas no segundo mandato tiveram melhora visível, apesar do crescimento do PIB ter se mantido muito abaixo do esperado e as taxas de desemprego permanecidas altas.

1. Da alta inflação à nova moeda

1.1 – Antecedentes histórico-econômicos

A história econômica do Brasil no século XX passou por profundas transformações ao longo do tempo. De uma economia agroexportadora, para uma economia baseada no processo de industrialização por substituição de importações; de anos de regime militar para democracia; de momentos de grande expansão e crescimento a crises profundas. Hoje temos um Brasil diferente; um Brasil de setores industriais desenvolvidos e maior competitividade frente aos outros países que enfrentaram muitos dos problemas que aqui existiram. Entretanto, para alcançar este patamar, a sociedade teve de enfrentar altas taxas de desemprego e inflação, grandes déficits na balança comercial ou diversas crises de balanço de pagamentos, aprofundadas cada vez mais à medida que o país, caracterizado por sua alta vulnerabilidade, era afetado por um choque externo.

Em uma perspectiva mais contemporânea, Lopreato (2004) apresenta as razões para que estas transformações tenham acontecido:

As mudanças podem ser atribuídas a diferentes movimentos. De um lado, o quadro internacional sofreu relevante alteração. O fim do acordo de Bretton Woods, a crise da política keynesiana de pleno emprego, a elevação dos juros e as baixas taxas de crescimento marcaram o novo momento da economia mundial, contrastando com a fase anterior. De outro, a crise fiscal e a expansão da relação dívida/PIB nos países centrais colocaram em xeque a política do welfare state. (pg.126)

No início dos anos 70, o chamado “milagre econômico”, representou o sucesso de um ciclo expansionista, cujo crescimento forçado não apenas permitiu que o “bolo não fosse distribuído”¹, mas também, como era de se esperar, que a partir dele surgissem desequilíbrios que geraram, além de pressões inflacionárias e problemas na balança comercial, um aumento da dívida externa total. É devido a estes fatores que a crise da década de 80 se instala e quando tratamos disso, não podemos deixar de considerar o contexto externo conturbado do período na forma de elaboração das políticas.

¹ Na época, essa expressão ficou conhecida como teoria do bolo, segundo a qual o “bolo” (o volume de bens e serviços produzidos pela economia a cada ano) deveria primeiro crescer para depois ser distribuído. Sobre isso, ver Paulani & Braga (2007).

Naquele momento, o mundo estava sofrendo as conseqüências do primeiro choque do petróleo, isto é, com a elevação dos preços do elemento fundamental da matriz energética mundial e, além disso, sofria com o fim de Bretton Woods ². A maior parte do mundo reagia de maneira recessiva. A reação do Brasil foi configurada pelo II Plano Nacional de Desenvolvimento (PND). Essa opção, juntamente aos acontecimentos internacionais até o final da década como o novo choque do petróleo, alteração da política dos EUA e moratória mexicana marcaram o início da década de 80, um período de profunda recessão interna como resposta à chamada crise da dívida externa.

A questão internacional fica evidenciada não somente pelas políticas que os norte-americanos, por exemplo, adotaram (restrição monetária visando conter a desvalorização do dólar decorrente da flutuação cambial pós-Bretton Woods) e que resultaram em aumento brusco da taxa de juros internacional (consequentemente, um aumento do endividamento), como também pela consecutiva deterioração dos termos de trocas. Isso explica em grande parte o chamado “setembro negro” em 1982, o mês em que o México declarou moratória.

As dificuldades advindas do início da década, cujas conseqüências diretas são a piora das condições de obtenção de recursos e as taxas de juros maiores, provocaram imediatamente um rompimento da rolagem de empréstimos aos países em desenvolvimento, uma vez que não havia mais confiança que estes pudessem pagar suas dívidas. Sendo assim, após a contração da liquidez, déficit em transações correntes e ajuste da balança comercial de 79 a 82, de 83 a 84 o Brasil faz um acordo com o FMI no intuito de conseguir crescer de maneira sustentada e obter melhores condições de financiamento da dívida³.

A megadesvalorização de 30% em 1983 teve forte impacto no superávit de 84. Embora tenha havido bastante discussão quanto à sua verdadeira natureza⁴, o país obteve níveis elevados de superávit, acompanhados por um crescimento no PIB. Logo, a longa e dura fase de ajustamento externo em que o país se encontrava parecia lograr algum sucesso. Na verdade, este período impôs ao Brasil grandes esforços na busca de atingir melhores respostas

² Bretton Woods foi um acordo firmado para estabelecer um sistema monetário internacional cujo objetivo era manter a taxa de câmbio fixa em relação ao dólar, controlar os capitais internacionais e ter o FMI como financiador para equilíbrio no balanço de pagamentos e monitoramento das políticas econômicas. Sobre isso, ver Eichengreen (2000).

³ O acordo consistia em deflacionar, alcançar superávit na balança comercial, e fazer ajustes das contas públicas e incentivo às exportações.

⁴ O debate se deu entre três vertentes: a que acreditava na existência de um *trade-off* entre crescimento econômico e superávit comercial, outra que dizia ser decorrente da reorientação da economia para setor externo e por último, aquela que considerava que o responsável pela geração do megasuperávit era o II PND.

econômicas e condições adequadas para conter as recessões consecutivas que vinham acontecendo. Entretanto, devido à sua característica de longa duração, criou paralelamente aos ajustes, uma inflação maior do que a esperada, fato esse decorrente da correção monetária.

O que levou então à aceleração da inflação? Esse processo inflacionário, acentuado após o ajuste externo feito na primeira metade da década de 80, é razão da instabilidade dos preços macroeconômicos, causado em suma pela maior flexibilização das margens de lucro das empresas oligopolísticas e o contexto no qual a promoção dos ajustes destas margens ocorre (de plena recessão).

Diferentemente do contexto do final da década de 70, onde havia abundante financiamento externo e as finanças públicas em condições mais sólidas para que a política econômica amenizasse a instabilidade oriunda dos choques externos, ter de transferir recursos reais para o exterior e enfrentar uma crescente deterioração das contas públicas nos anos 80 inviabilizaram essa possibilidade. Por isso, a possibilidade de alteração dos custos primários durante o período de produção, em razão da taxa de câmbio – que vinha tendo minidesvalorizações – induzia as empresas a elevarem as margens de lucro a fim de evitar maiores perdas, inclusive porque devido à variação também da taxa de juros, o efeito de aumento no grau de endividamento de curto prazo no período seguinte, implicaria redução da margem de lucro líquida.

O ajuste das margens aconteceu mesmo em um ambiente recessivo, podendo-se dizer que esta recessão não foi um mecanismo eficaz contra a elevação dos preços e que impedisse a ampliação da margem de lucro das grandes empresas. O poder de mercado destas empresas, reforçado pela redução do coeficiente importado, criava assim uma barreira à entrada que permitiu maior fixação dos preços por parte delas, e em conseqüência, maior elevação na inflação. Os efeitos dessa assincronia com que os empresários alteravam o valor de suas mercadorias era um círculo vicioso de aumentos de preços. Esse descompasso realimentava a indexação e em termos de moeda, induzia a troca de moeda corrente por moeda indexada, tendo a correção monetária como um apoio à indexação⁵ monetária, refletindo em maior inflação.

⁵ Segundo Oliveira (1996), indexação é um mecanismo por meio do qual os principais preços e contratos da economia são acordados em relação à taxa de inflação passada.

Dessa forma, com as recorrentes ameaças de fuga de controle da inflação, de 1986 a 1994 houve treze tentativas de estabilização. Analisaremos rapidamente apenas o Plano Cruzado para avaliar sua função e importância na história e teoria econômicas para poder enfim, chegar ao Plano Real. O questionamento acerca do caráter teórico na elaboração do plano é essencial para que haja maiores esclarecimentos quanto ao sucesso deste. Afinal, seu objetivo intrínseco de estabilização, embora tenha sido pensado ainda na década de 80, só foi bem sucedido na década de 90, quando já se havia testado várias possibilidades.

O Plano Cruzado foi o primeiro deles, com sua concepção inovadora a respeito da natureza inflacionária, cuja análise tratava a inflação como um fenômeno puramente inercial. Bresser Pereira (1996) explica a manutenção de alta inflação como sendo resultado dos esforços dos agentes econômicos que, visando proteger sua participação na renda e, dado que os aumentos dos preços são realizados defasadamente, não há outra alternativa senão repassar os aumentos de custos para os preços. Sendo assim, a inflação inercial torna-se o resultado do conflito distributivo entre empresas e empresas, capitalistas, burocratas e trabalhadores para manter sua participação na renda.

Como no caso brasileiro havia indexação formal, a inercialização da inflação foi facilitada e, partindo da política de preços com margens relativamente fixas, o processo teve maior rigor inercial, isto é, maior tendência em manutenção permanente no mesmo patamar, estando estagnada em níveis altos decorrente do mecanismo de indexação. Do lado dos agentes econômicos, a simples expectativa de que os preços aumentariam de forma contínua a partir da inflação passada, mesmo que em fase recessiva, significava esperar que os concorrentes fizessem o mesmo e, por sua vez, que passássemos a conviver com essa questão, a ponto de tornar-se enraizada.

Do ponto de vista do governo, essa convivência incentivaria o déficit público e o financiamento inflacionário das despesas públicas, por meio do imposto inflacionário e pela também indexação de várias despesas do Estado, como por exemplo, a dívida pública. Como o governo tem o monopólio da emissão de moeda, quando o valor desta é corroído pela inflação, todos perdem em favor do governo – o chamado imposto inflacionário. A taxa de inflação é vista, portanto, como a alíquota do imposto e a quantidade de emissão primária a base da arrecadação. Uma vez que a inflação atinge patamar elevado e as receitas estão sujeitas à

corrosão através do efeito Oliveira-Tanzi (aceleração inflacionária corroendo a arrecadação) o déficit público se eleva já que as receitas tornam-se menores que os gastos.

Infelizmente, a reforma monetária (e fiscal) passiva acompanhada pela desindexação e do congelamento dos preços logrou manter a inflação reduzida⁶ por um curto tempo apenas, levando à sensação falsa de estabilidade. Dias et al (1998) comprovam através de um teste econométrico que o erro do Plano Cruzado foi a concepção errônea de que a inflação era de natureza 100% inercial e com isso, explicam seu fracasso. Afirmam que o maior erro foi supor que o congelamento de preços por si só debelaria o processo inflacionário, sem utilizar nenhum método de controle e financiamento do déficit público ou qualquer outra medida de natureza fiscal e monetária.

Sem obter bons resultados, no fim de 1986 é lançado o Cruzado II como alternativa de ajuste ao Plano Cruzado. Logo depois, conforme sua opção de política revelava-se insatisfatória e gerava pressão de demanda (a qual estava superaquecida devido ao novo congelamento – ver o quadro 1), a capacidade instalada industrial esgotava-se, e somados à deterioração sistemática das contas externas, contribuía para que a situação econômica fosse agravada.

O início de 1987 é marcado pela expectativa de que o país pudesse entrar em uma rota profunda de hiperinflação e que, dadas as restrições impostas pelos dois planos Cruzado, os quais ignoraram as questões fiscais, monetárias e de endividamento externo, logo acabaram por criar complicações maiores. O longo período de congelamento somente prejudicou a organização do processo produtivo e criou uma desordem no realinhamento dos preços relativos, levou à crise cambial, e conseqüentemente à impossibilidade de pagamento dos juros da dívida pública de médio e longo prazo juntos aos bancos privados estrangeiros, restando ao presidente Sarney a decisão de moratória

Para tentar combater a rápida aceleração da inflação vieram ainda: Plano Bresser, Plano Verão, Plano Collor I, Plano Collor II. Esses planos representaram nada menos que

⁶ Há um debate entre o programa de combate à inflação de Lara Rezende e o de Francisco Lopes. Ambos tratam a inflação como de caráter inercial, mas, enquanto o primeiro não leva em consideração a utilização de controle ou congelamento de preços, e admite ser necessária a anulação da memória inflacionária via introdução de uma moeda indexada diariamente, o outro se baseia na ideia de auto-sustentação da inflação brasileira e propunha congelamento abrupto de preços e salários acompanhado de política monetária e fiscal passivas, posteriormente rearranjada para reforma monetária – choque heterodoxo. Ver Marques (1988).

cinco choques na economia brasileira. Esses planos são brevemente explicados pelo quadro 1. Nenhum deles foi bem sucedido na tarefa de estabilizar o valor da moeda efetivamente.

Quadro 1 – Os planos de estabilização desde 1979 até o Real.

Governo	Plano	Início	Características Principais	Resultados
João Figueiredo	Delfim 1	ago/79	Pré-fixação da correção monetária e do câmbio.	Rápida perda de reservas e subida da inflação.
	Delfim 2	dez/80	Corte de gastos e elevação dos juros.	Recessão com pequena desaceleração dos preços.
	Delfim 3	fev/83	Intensificação da política de austeridade, segundo orientação do FMI.	Recessão com pequeno efeito sobre a inflação.
José Sarney	Dornelles	nov/85	Congelamento de preços públicos e administração parcial e de preços privados.	Efeito apenas temporário sobre a inflação e agravamento do déficit.
	Cruzado	fev/86	Congelamento generalizado e reforma monetária.	Redução da inflação no início, mas geração de fortes desequilíbrios internos e externos.
	Cruzado 2	nov/86	Realinhamento de preços públicos, empréstimo compulsório e aumento de impostos indiretos.	Reaceleração da inflação.
	Bresser Feijão com Arroz	jun/87	Congelamento temporário de preços e salários, correção de tarifas públicas e proposta de ajuste fiscal.	Redução apenas temporária da inflação.
	Verão	jan/88	Tentativa de ajuste fiscal e de controle gradual da inflação.	Aceleração contínua da inflação.
	Verão	jan/89	Reforma monetária (cruzado novo). Congelamento de preços desidexação e juros elevados.	Efeito pequeno e temporário da inflação que chegava a níveis hiperinflacionários.
Fernando Collor	Collor 1	mar/90	Sequestro de ativos financeiros, desindexação, reforma monetária e reformas estruturais.	Estancou a hiperinflação, mas não impediu a volta da inflação.
	Collor 2	jan/91	Correção de tarifas, congelamento de preços e desindexação de contratos.	Pequeno efeito sobre a inflação que volta a crescer; forte contração da atividade.
	Marcílio	mai/91	Elevada taxa de juros e combate gradual à inflação.	Pequeno efeito sobre a inflação que se mantém em dois dígitos anuais.

Fonte: Oliveira (1996, p. 107).

Já nos últimos anos antes do início do Plano Real, o déficit público crescia exponencialmente e a credibilidade do governo, necessária para viabilização de qualquer política econômica, via-se em movimento decrescente. O primeiro, como já mencionamos, decorria da aceleração da inflação, o segundo, partia de uma série de escândalos relacionados ao presidente Collor e seu governo: decisões de redução de ministérios, demissão de funcionários públicos e do seu programa que adotou o confisco de liquidez⁷, denúncias de corrupção, desembocando em seu *impeachment*. Vale lembrar que foi no governo Collor que as privatizações, a abertura financeira e comercial deram seus primeiros passos, através de uma política explícita de intensificação destas, a PICE - Política industrial e de comércio exterior.

1.1.1 – Modelo de desenvolvimento neoliberal

Os planos econômicos na América Latina como um todo se basearam nas idéias formuladas no fim dos anos 80, chamadas de Consenso de Washington. Concomitantemente, tais idéias resultaram de profundas transformações que estavam acontecendo quanto à organização da sociedade contemporânea, configurando assim um novo momento do capitalismo. Dentre as transformações podemos destacar também a globalização.

A partir dela abriram-se as portas para o fluxo internacional de comércio de bens e serviços, para o investimento internacional a níveis superiores, para a expansão dos meios de comunicação, eliminação dos limites geográficos, mas também para a maior exposição à pobreza, pois, por globalização e políticas neoliberais estarem vinculadas, o consenso entre elas é o de que crescimento e estabilidade se assentam na redução dos custos salariais e na maior competição que a abertura ao mundo promove, mas por sua vez, resulta em maior desigualdade e maiores níveis de desemprego⁸.

A nova agenda de reformas, de caráter liberal, é descrita por Coutinho e Belluzzo (1996, pg.145-146) como sendo caracterizada por: austeridade fiscal, liberalização cambial e financeira, desregulamentação, privatização e redução do papel do Estado. Segundo eles, a implementação dessa agenda em um contexto de abundantes influxos de capitais privados, foi

⁷ Seria feito o bloqueio, por 18 meses, das contas correntes e poupanças que excedessem 50 mil cruzeiros.

⁸ Ver Santos (2002).

a responsável pela execução de programas de estabilização fortemente apoiados na “ancoragem” cambial, como é o caso do plano formulado e executado pela equipe econômica de FHC: o Plano Real.

A âncora cambial seria um mecanismo de política econômica através do qual o governo estabiliza o valor da moeda fixando a taxa de câmbio local em relação à moeda de referência, o dólar, com o objetivo de travar o aumento dos preços, esperando que as expectativas dos agentes quanto à inflação futura sejam reduzidas, por ser a taxa de câmbio um referencial para os reajustes dos demais preços da economia e ainda, romper com a possibilidade de propagação dos choques.

A adoção deste instrumento exige, no entanto, que o país disponha quantidade suficiente de reservas e um balanço de pagamentos sob controle para evitar o jogo especulativo em torno de uma futura desvalorização cambial. Isso significa que com a liquidez internacional, a atração de capitais para esses países, via taxa de juros alta, faria com que o nível de reservas ficasse em um nível suficiente o bastante para manter a âncora, e conseqüentemente a valorização do câmbio, e estabilizar os preços. Assim, em planos de estabilização como o Real, a taxa de câmbio se torna uma âncora nominal da economia, agindo, dessa forma, no sentido de combater a indexação e, principalmente, de reverter às expectativas inflacionárias.

O intuito de Williamson (1992), precursor dessa lista de reformas para a América Latina, era favorecer as economias subdesenvolvidas a seguirem um caminho rumo ao crescimento sustentado. Questões como disciplina fiscal, prioridades de gastos públicos, reformas fiscais seriam encaradas como forma de evitar os déficits orçamentários, não utilizando por sua vez o imposto inflacionário, passando a contribuir para o controle tributário, fator essencial para o aumento da base monetária, criando incentivos e melhorando a igualdade horizontal, isto é, tributando de igual modo quem tem rendimento igual.

Além disso, a existência de taxa de câmbio em nível competitivo para estimular exportações e assegurar competitividade futura, liberalização de financiamento e comercial para vias de livre movimento do capital e do comércio, onde as tarifas seriam diminuídas e as taxas de juros reais mantidas positivas e moderadas. Por fim, privatização, desregulamentação e direito de propriedade atuando de forma a garantir a competição.

Todavia, como veremos mais adiante, as medidas adotadas não possibilitaram o alcance efetivo dos objetivos finais. Pelo contrário, ampliaram ainda mais alguns constrangimentos macroeconômicos, o que Bresser (2007, pg.27) acredita ser uma estratégia econômica da ortodoxia convencional e que, portanto, é ditada pelo exterior. Para ele, a aceitação das recomendações do Consenso de Washington por parte dos países subdesenvolvidos latino-americanos representa a perda de controle sobre sua taxa de câmbio, principalmente em decorrência da abertura financeira, uma vez que as autoridades monetárias não conseguem administrar o câmbio pelo fato da tendência à sobrevalorização cambial ser cíclica e as políticas econômicas adotadas não serem capazes de reverter essa tendência e com isso, acaba incorrendo em uma política de crescimento com poupança externa.

A tese central desta década era a de que os países ricos em capital deveriam transferir recursos para os pobres em capital, e esse mecanismo se dava pela obtenção de poupança externa, cujo papel fundamental era neutralizar a capacidade de concorrência internacional e o crescimento destes países, na visão de Bresser. Porém, quando a conta de capitais é aberta e entrada desenfreada de capitais é permitida, a taxa de câmbio (que é o preço macroeconômico mais estratégico), é pressionada para baixo e torna-se relativamente apreciada. A fim de impedir que isso ocorra, ou criam-se barreiras à entrada de capitais ou compra-se reservas.

O cerne do problema está na valorização existente, que além de impulsionar as importações e reduzir as exportações, acentuando os déficits em transações correntes, faz com que parte considerável dos recursos externos, que hipoteticamente deveriam aumentar os investimentos, acabe se transformando em aumento do consumo (Bresser 2007, pg.143).

Este déficit representa aquilo que precisa ser financiado pela poupança externa e, portanto, promove a substituição de poupança interna pela externa, a qual será financiada pelos influxos de capital. A consequência da apreciação é de um lado o aumento dos salários reais em contrapartida aos aumentos de produtividade, levando ao aumento de consumo interno, diminuindo a poupança interna; do lado da demanda, a valorização reduz as exportações, reduz os investimentos e a poupança cai, sendo o movimento sancionado pela oferta.

Na medida em que os déficits se sucedem, o endividamento externo financeiro ou patrimonial (derivado de investimentos diretos) aumenta, de forma que o país se torna endividado, fragilizado financeiramente e por isso, dependente do exterior. Dessa maneira,

qualquer suspensão da rolagem da dívida resultará em crise de balanço de pagamentos, seja porque os índices de endividamento externo em relação ao PIB ou em relação às exportações aumentaram demais, seja porque estão se acelerando e os credores, decidem subitamente suspender a rolagem da dívida, empurrando o país a perder reservas e mergulhar em uma recessão (como aconteceu no fim do primeiro mandato do FHC).

A lógica seria não a retomada de desenvolvimento, nem mesmo a estabilidade macroeconômica, mas atender aos interesses comerciais e financeiros dos países ricos e por sua vez, neutralizar a capacidade de concorrência e crescimento de países de renda média como o Brasil, que são vistos como competidores⁹, principalmente pela sua mão-de-obra barata, decorrente da própria natureza da globalização, caracterizada por uma competição econômica generalizada entre os países. Em um estudo amplo Chang (2002) demonstra a estratégia de desenvolvimento utilizada pelos países centrais em seu processo de *catch up* e chega à conclusão que nenhum deles utilizou as mesmas estratégias que eles próprios recomendam.

Estariam, então, utilizando o “faço o que eu mando e não o que eu faço” e, aparentemente, eliminando esses países da disputa, como se conscientemente, sabendo do potencial destes países, eles passassem a impedi-los de alcançá-los – realmente chutando a escada. Parece um tanto conspiratório pensar dessa forma, mas na prática, o período aqui delimitado nos mostra que estivemos longe de crescer sustentadamente.

1.2 – Teoria e aplicação: das fases do Real à nova moeda

1.2.1 – No combate à inflação inercial: a primeira fase

Durante muito tempo a inflação esteve enraizada na economia brasileira. Marcada por diversos planos fracassados desde a década anterior, o que se via era a existência de um balanço de pagamentos fragilizado, pelo menor fluxo de capitais, acompanhado da deterioração das contas externas, com recorrentes déficits em transações correntes, cuja necessidade de financiamento ampliava a dívida externa, certamente, responsável pela estagnação estabelecida nesse período. Tornou-se uma tradição conviver com o desarranjo do

⁹ Bresser (2007) página, 27.

sistema de preços, experimentando a perda do poder aquisitivo e a sociedade se acostumou com o mecanismo de correção monetária, isto é, com a economia crescentemente indexada à inflação passada. Grasel (2005) explica que o que levou ao acultramento inflacionário foi o financiamento de sucessivos déficits com emissão de moeda. Não estando os agentes dispostos a financiar este déficit através da compra de títulos públicos, o governo é obrigado a emitir moeda, ou seja, cada vez que o déficit se acentua, o ritmo da expansão monetária também se eleva, pressionando com isso a inflação.

Os agentes econômicos começaram a associar inflação passada com inflação futura, e os preços começaram a se descolar dos custos de produção, sendo definidos e baseados em expectativas inflacionárias. Quando esse processo se consolida, a inflação inercial se configura, e os mecanismos ortodoxos de combate à inflação, a exemplo dos keynesianos, perdem efeito. (GRASEL 2005, pg.2)

Foi no governo Itamar, a partir da nomeação do senador Fernando Henrique Cardoso para o cargo de Ministro da Fazenda que a trajetória da inflação começou a mudar, iniciando-se com o anúncio do “plano econômico” e a candidatura de FHC à Presidência da República.

O diagnóstico da equipe econômica era o de que havia uma inflação do tipo inercial no Brasil. Uma inflação desse tipo considera dois componentes no processo inflacionário: os choques, que levam a alteração do patamar inflacionário, e a tendência, que faz com que a inflação se perpetue em dado patamar.

Para os inercialistas, a causa básica da inflação não estaria num excesso de oferta monetária – a oferta de moeda seria endógena – nem no suposto excesso de demanda a ele associado. Na realidade, a existência e persistência da inflação estariam relacionadas à assincronia do processo de reajuste de preços e rendimentos e, por conta disso, à existência de mecanismos de coordenação que tendem a propagar a inflação passada para o futuro, assumindo certa autonomia.

Dessa maneira, para um plano de combate à inflação inercial obter sucesso, o principal componente deve ser o tendencial, e deve se garantir que, após o rompimento da tendência não se verifiquem choques na economia, ou que existam mecanismos para que os efeitos dos choques possam ser dissipados, independente do estado das expectativas (GREMAUD, pg. 448).

O conflito distributivo parece estar na origem do problema na Teoria da Inflação Inercial: por um lado, os trabalhadores exigem (e conseguem) a indexação plena dos salários nominais (a restauração do valor real dos salários resulta ou da negociação direta entre trabalhadores e empresários ou da existência de uma lei que assegura automaticamente a indexação completa do salário nominal nos momentos de reajuste). Por outro lado, os empresários aumentam os preços no período entre os momentos de reajuste, de modo a solapar os efeitos da indexação plena dos salários (ARIDA, 1982, pg.313).

Os movimentos da taxa de inflação, em contraste dessa maneira com os movimentos no nível geral de preços, resultavam de uma inconsistência *ex-ante* na distribuição da renda. Se o conflito for passivo, os mecanismos de indexação reproduzem a inflação passada graças aos mecanismos de coordenação e ao comportamento não-cooperativo dos agentes em tais situações – é a assincronia dos processos de reajuste. Quando o conflito é ativo, acontece a elevação do patamar inflacionário.

Assim, com a ausência de choques no período de 1991 a 1994, a singela melhora nas contas públicas e um aumento significativo da indexação da economia fizeram com que a inflação retomasse cada vez mais seu caráter inercial. Essa forma de reprodução da inflação é caracterizada por sua auto-alimentação, tendendo a inviabilizar a moeda na sua função de reserva de valor, perdendo credibilidade e fazendo com que os agentes econômicos procurem se desfazer da moeda rapidamente, pois sabem que de um dia para outro seu poder de compra se reduz significativamente, gerando conseqüentemente uma perda generalizada de confiança.

Para então combater tal inércia, a equipe econômica reunida por FHC resolveu utilizar os métodos teóricos sugeridos pelo plano Larida, criado ainda nos anos 80 e que havia sido pensado em contraponto à teoria do “choque heterodoxo”, ambos com a mesma finalidade: retirar o componente inercial da inflação. No entanto, o choque heterodoxo, posto em prática no Plano Cruzado, se mostrou ineficiente. Sendo assim, a equipe – que tinha como membros os próprios autores da proposta Larida – optou por tentar algo mais arriscado, mas que pudesse definitivamente eliminar o problema em sua essência.

Para eles, a forma exclusiva de eliminação do componente inercial da inflação seria utilizar a moeda indexada para indexação total da economia, ou seja, provocando uma diminuição dos períodos de reajuste de tal modo que as rendas reais tornar-se-iam insensíveis às variações da taxa de inflação doméstica e os reajustes pudessem ser sincronizados

perfeitamente, seria possível evitar que a inflação se acelerasse. Com a moeda indexada lastreada em dólar, a paridade entre ela e a moeda corrente seria fixada pelas autoridades monetárias, significando que por algum tempo, haveria uma dualidade efetiva de moedas com algum poder liberatório. A sincronização somente aconteceria na medida em que o convívio com as duas moedas existentes, uma boa e sem a contaminação da inflação, eliminasse ao longo do tempo a ruim, impregnada de memória inflacionária.

O motivo de incorrer nesse processo todo seria desindexação. Em sequência, a reforma da moeda indexada restabeleceria tanto a noção de preços relativos perdida pela exposição à inflação crônica quanto a flexibilidade de preços relativos perdida pela indexação. A vantagem da desindexação pela moeda indexada seria justamente, e apenas, eliminar o componente de inflação inercial, deixando-o na moeda velha.

Embora no Plano Cruzado o diagnóstico acerca da natureza da inflação tenha sido o correto, a concepção do plano bem como a condução das políticas pós- plano e o contexto em que estava inserido inviabilizaram a eliminação da inércia inflacionária. Por esse motivo, os ensinamentos obtidos dos erros anteriores em termos de políticas tornaram-se cruciais para a condução do novo plano. Ao invés de incorrer de mudanças surpresas, a intenção era implementar o plano gradualmente e ir modificando a estrutura monetária. Vale ressaltar que, diferente da década anterior, o contexto daquele momento era outro e a inserção internacional vivida pelo país também, fatores esses determinados especialmente pela maior abertura comercial e o reingresso no fluxo voluntário de recursos externos.

Partindo desse princípio, no que concerne ao plano, seu objetivo era através de uma reforma monetária, combater a inflação inercial via desindexação, porém, não como em outros planos, em que era realizado o controle ou congelamento de preços, ou como no Plano Cruzado, em que a proposta de “moeda indexada” exigia a criação de uma nova moeda, a qual circularia paralelamente à moeda já existente, mas sim, por meio de um embrião de nova moeda sem que essa exercesse função de meio de pagamento. (FILGUEIRAS 2006, pg.100).

Sendo assim, o Plano Real estruturou-se de forma que houvesse três fases: o ajuste fiscal emergencial, a criação da Unidade de Referência de Valor (URV) e por fim, a instituição da nova moeda (o Real). Em contraste às experiências anteriores, de ganhos antiinflacionários rápidos ou até mesmo instantâneos, prevaleceu a ideia de que uma estabilização bem sucedida demanda tempo e envolve diferentes fases, portanto, deve ser

prolongada principalmente em casos como o do Brasil, cuja crise fiscal era profunda e a cultura inflacionária arraigada.

A primeira fase pode ser vista como sendo aquela cuja função é criar condições preliminares para a condução do plano. A segunda fase, em termos de estabilização de preços é a mais importante e também problemática (CARVALHO, 1994). Enquanto na primeira fase os limites à sua execução possam ser de caráter político, isto é, determinados pela aceitação ou não de acordos para estabelecer metas fiscais – e que também logo de início pode derrotar o plano, é na segunda fase que o plano vigora ou não. Se houvesse o reconhecimento da URV como uma moeda estável, haveria grande possibilidade do plano de estabilização gerar resultados.

A fundamentação da primeira fase é baseada na concepção de que era necessário promover o ajuste fiscal para o estabelecimento do equilíbrio das contas do governo, essencial para o sucesso do programa de estabilização. Uma vez que orçamentos anteriores à formulação do plano haviam sido aprovados mesmo com déficits operacionais (hiato de recursos entre as despesas orçadas e as receitas disponíveis), a única maneira para “fechar” a conta consistia na inflação elevada.

Derivada da disputa no interior do Estado por fatias crescentes do orçamento, cuja soma é maior do que o total de recursos disponíveis, a inflação serviria para compatibilizar demandas excessivas e recursos escassos, ou pela corrosão dos valores reais das dotações orçadas ou propiciando fonte de financiamento inflacionário – via emissão de moeda - para o Estado cobrir o hiato remanescente de recursos. Esse é de fato o motivo da existência dessa primeira fase, isto é, visto que era preciso garantir boas condições para efetivar as mudanças subseqüentes, promovendo um ajuste que adequasse as despesas públicas à capacidade de financiamento não-inflacionário, buscava-se demonstrar uma “responsabilidade fiscal”.

Como afirma Nozaki (2010), apesar do discurso de que estaríamos diante de um novo regime fiscal, as medidas, em linhas gerais, para o alcance da estabilidade fiscal eram velhas conhecidas: aumento da carga tributária e corte nos gastos públicos. A novidade estaria em alguns dos instrumentos utilizados para fazer isso, como por exemplo, a criação do Fundo Social de Emergência (FSE).

Na prática, iniciou-se com austeridade no terreno das contas públicas, com o programa de ação imediata (PAI) implementado, já contendo alguns mecanismos de ajustes: corte

emergencial de gastos, equacionamento da inadimplência dos estados e municípios, reorganização do setor público, maior controle sobre os bancos estatais, início do saneamento dos bancos federais e reorientação do programa de privatização (OLIVEIRA 1996, pg.39).

Sabendo que os elementos básicos desse ajuste eram: corte de despesas, aumento dos impostos e diminuição nas transferências do governo federal, podemos inferir que o primeiro ponto estava relacionado ao PAI; a partir dele foram feitos cortes ainda em 1993 de aproximadamente US\$ 7 bilhões, concentrado nas despesas de investimento e pessoal. Sobre o segundo, foi criado o Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira (IPMF), de caráter temporário e incidente sobre movimentações financeiras, com uma alíquota de 0,25% sobre o valor de toda operação. Embora tivesse vantagens para a União como facilidade de recolhimento ou ampla base tributária, o imposto também se constituía em um imposto em cascata ¹⁰, o que desestimulava a intermediação financeira e elevava as taxas de juros. O terceiro elemento foi a aprovação do Fundo Social de Emergência (FSE), que ampliava os recursos livres à disposição do governo federal.

Além do PAI, a criação do Fundo Social de Emergência (FSE) tomada como iniciativa principal possibilitaria o aumento do volume de arrecadação e permitiria a flexibilidade na gestão orçamentária de 1994 e 1995, mas também, segundo o Estado, seria capaz de minorar os custos sociais impostos pelo plano. Em suma, a primeira fase do plano se propôs a construir uma “âncora fiscal” dos preços, objetivando garantir que o Governo apenas gastasse aquilo que arrecadasse, sem que emitisse títulos e moeda com o intuito de cobrir eventuais gastos correntes. Posteriormente, como diz Filgueiras, constatou-se que essa âncora resumiu-se em um discurso de reversão de expectativas inflacionárias e de busca de credibilidade para a nova moeda que viria a ser criada. Ao longo dos mandatos de FHC, o problema fiscal tornou-se inevitável e persistente, dadas as políticas praticadas.

Nota-se que todas essas medidas tinham caráter temporário, seu objetivo seria apenas dar um fôlego fiscal durante sua vigência, mas não se constituíam como definitivas. Equacionar o problema dos desequilíbrios das contas públicas é essencial para um programa de estabilização bem sucedido, e poucos economistas divergem neste ponto, tanto a visão tradicional quanto a corrente estruturalista. Segundo Bacha (1993),

¹⁰ Imposto que incide em todas as etapas do processo produtivo.

...se integram, no novo enfoque fiscal, dois pólos até então dicotômicos de explicação da inflação brasileira: o conflito distributivo versus o déficit orçamentário. (pg.17)

É importante ressaltar que antes mesmo de assumir as metas fiscais do plano de estabilização, os princípios do neogradualismo (efetuar mudanças de regime de políticas e instituições que regulam a execução orçamentária aos poucos) que desde o início dos anos 90 estavam sendo aplicados na economia brasileira, já vinha obtendo melhora no resultado primário. Porém, os esforços do PAI, sobretudo no que tange o combate à sonegação, aliado à desvinculação de receitas do FSE permitiram já em 94 uma melhora substancial do resultado primário em relação ao PIB. A tabela 1 apresenta a necessidade de financiamento do setor público ainda na primeira parte da década, mostrando que antes mesmo do plano entrar em vigor já era visível a melhora fiscal, mas já revela também o aumento dos juros reais líquidos a serem pagos.

Tabela 1
Necessidade de financiamento do Setor Público – 1990-1994
(% do PIB)

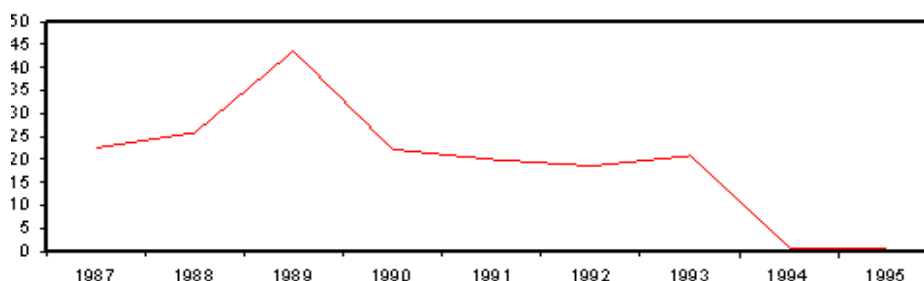
	1990	1991	1992	1993	1994
Déficit operacional ^a	-1,4	0,2	1,7	0,7	-1,1
Resultado primário	2,3	2,7	1,6	2,3	5,2
Juros reais Líquidos	0,9	2,9	3,3	3	4,1

Fonte: Giambiagi (2005).

a (-) = superávit.

O gráfico 1 descreve a redução das perdas das famílias ao longo do processo de ajuste fiscal até pouco depois da adoção do Real. Ele mostra que estas ampliaram seu consumo com o fim do imposto inflacionário, e que realmente quando a inflação é controlada, tais famílias não só terão sua renda conservada, uma vez que o imposto inflacionário deixará de incidir sobre essa renda, como o governo terá de equilibrar suas contas por outro mecanismo que não do imposto inflacionário.

Gráfico 1 – imposto inflacionário – real



Fonte: Ipeadata

1.2.2. Segunda fase do plano e a URV

Nesta fase, iniciada entre o final de fevereiro de 1994 e o início de março, haveria um novo sistema de indexação, que cumpriria o mesmo papel que o dólar cumpre nas hiperinflações: reorganizar o rol das demandas sociais pelo produto, compatibilizando-as e unificando-as em uma única unidade monetária, ou seja, encurtar os prazos de ajustes (indexação diária) para organizar a demanda pela renda social, substituição parcial da moeda, e correção dos desequilíbrios dos preços relativos - sem passar necessariamente pelos efeitos de uma hiperinflação.

O intuito era fazer com que no novo sistema, o novo indexador (um índice único e de natureza oficial) fosse capaz de sincronizar os contratos, reduzir a memória inflacionária e eleger uma referência comum de valor, em moeda estrangeira. A segunda etapa do plano consistia então, na criação de uma unidade estável de valor que pudesse servir como referência aos contratos da economia, em um período suficiente para adaptação, servindo como um “superindexador”. Como explica Oliveira:

A indexação em base diária da grande maioria dos contratos tornou mais fácil, por sua vez, a desindexação. Daí ser possível entender a URV como antídoto produzido a partir do próprio veneno, isto é, para ser livre da indexação tornou-se funcional superindexar temporariamente a economia. (pg.45)

Tendo em vista que o grande problema enfrentado pelo Brasil durante muitos anos foi a indexação da economia, por seu caráter automático de ajuste baseado na inflação passada dos preços e dos principais contratos, a URV ao mesmo tempo em que era um veneno era um

remédio, porque a partir do momento que fosse obrigado a converter salários e depósitos bancários em URV, bem como fixar o prazo para a conversão futura dos demais contratos, o conjunto dos preços da economia seriam indexados. Haveria então, uma nova moeda de conta para expressar os preços das mercadorias, a moeda com função de meio de troca – o Cruzeiro Real – liquidaria as transações, convertendo os preços das mercadorias em URV para CR\$ pela cotação do dia da URV. Esse mecanismo de superindexação levaria a persistência da inflação não na nova moeda, mas na velha, a qual seria extinguida na fase seguinte.

O novo indexador criado pelo governo valeria CR\$ 647,50 em 01/03/1994 e, diariamente, sua cotação seria corrigida e divulgada pelo Banco Central, com base na média das variações de três índices: o IPC (3ª. quadrissemana) da Fipe, o IPCA-E do IBGE e o IGP-M da FGV. Nos sábados, domingos e feriados, a cotação reproduzia aquela calculada para o primeiro dia útil posterior. O valor da URV em CR\$ manteria uma paridade fixa de um para um com o dólar e, seria usado pelo Banco Central como parâmetro para controlar a taxa de câmbio, a qual sofria minidesvalorizações diárias em CR\$, mas permanecia estável em URV.

A escolha desses índices deveu-se ao fato de que, em um passado recente, as médias destes acompanhavam a evolução histórica da taxa de câmbio. O intuito era amarrar a URV ao dólar, já se preparando para a chamada “âncora cambial” que viria a ser adotada na fase seguinte.

O objetivo dessa fase era permitir que houvesse reajustes nos preços, de modo que conforme preços e salários eram convertidos de cruzeiro Real para URV, ou espontaneamente ou induzido pela fixação imediata em URV, a economia passaria a operar baseada na URV e os preços se alinhariam, não havendo pressão alguma para modificar a posição relativa dos agentes econômicos, e trilhando para um regime estável. Com isso, no período posterior à criação da nova moeda não seria possível haver contaminação da inflação passada, como antes acontecia.

Em resumo, deveria ser eliminado o componente inercial da inflação, a memória do passado, e para tanto, com todos os preços e salários em URV, em caso de subida em cruzeiro real, os valores relativos não sentiriam nenhum efeito da inflação passada. Tomando por suposto que o ajuste fiscal tivesse sido feito e o conflito distributivo neutralizado (afinal, os elevados custos de transação de uma economia em que há fratura entre as funções da moeda implicam em um tratamento diferenciado de rendimentos e exacerbam a tensão distributiva),

momentaneamente a nova moeda não correria perigo de embutir pressões inflacionárias residuais originadas do cruzeiro real.

A fim de evitar que houvesse fuga da “moeda velha” para a “moeda nova” contaminando esta última pela inflação passada, estipulou-se que no Plano Real não existiria uma “nova moeda” simplesmente, mas apenas uma nova unidade de conta. Sendo assim, nas palavras de Gustavo Franco, diferente do que, por exemplo, a Alemanha de meados de 1923, a URV- Real seguiu um caminho fundamentalmente diverso, pois, em vez de se criarem duas moedas, apenas se buscou separar duas funções de uma mesma moeda. Isso porque, diante desse processo de reconstrução das funções da moeda, era indispensável a instituição de um índice único, obrigatório em novas indexações e que portanto, atribuísse a função monetária de moeda de conta, antes mesmo que adquirisse as funções de reserva de valor e meio de pagamento, posteriormente. A passagem para a nova moeda se daria por indução e não compulsoriamente, na medida em que novos contratos iam sendo firmados.

Logo, uma série de preços e rendimentos foi sendo convertido em URV – preços oficiais, contratos, salários, impostos etc.-, e os demais preços foram sendo convertidos voluntariamente pelos agentes. Instituiu-se desta forma, um sistema bimonetário em que a URV atuava como unidade de conta e expressava os preços das mercadorias ao passo que, as transações eram liquidadas ainda em cruzeiro real, pois os contratos haviam sido estabelecidos nesses termos, cuja função permanecia sendo de meio de troca. A sistematização da conversão consistia em converter o preço da mercadoria expresso em URV em CR\$ pela cotação diária da URV no momento da transação, fazendo com que a inflação se perpetuasse na então moeda em circulação, o CR\$, mas fosse eliminada na unidade de conta.

Nesse estágio, a prática de reajustes periódicos e a demanda por indexação ainda existiam. A demanda por indexação dos contratos representa a substituição da moeda legal como unidade de denominação dos compromissos acordados por uma nova unidade de conta, que define as condições de liquidação das obrigações, sendo mais significativa para os contratantes que a moeda corrente porque deixa o valor real dos contratos imune à corrosão inflacionária. A coordenação das negociações possibilitada pela URV pode minimizar as perdas da conversão desses contratos e por isso, conforme os novos contratos iam sendo estabelecidos em URV por uns, os outros também o faziam até que todos os contratos estavam convertidos em URV.

Advindo de sua característica de operação não instantânea, os mecanismos de correção monetária, por razões operacionais (ligadas aos cálculos dos índices de correção) e institucionais (decorrentes dos prazos de correção contratualmente estabelecidos) impõem um grau de rigidez aos valores nominais dos contratos, os quais permitem que qualquer perfil distributivo, independente de quanto desagrade os agentes, sejam recompostos a uma taxa finita de inflação, sem que haja explosões inflacionárias, resultando das defasagens de ajuste um equilíbrio. O caráter de indexação desse mecanismo difere substancialmente da reforma monetária a partir do momento em que a unidade de conta reflete valores reais para os agentes, sem que estes necessitem procurar por compensações por perdas contratuais do passado - quando da vigência de indexação de contratos (CARDIM DE CARVALHO, 1994).

A condição necessária então para efetivar a estabilização refere-se à estabilização das rendas dos agentes e não apenas da unidade de medida por si só. Isso demandará que a paridade URV/dólar seja mantida diariamente e também que se eliminem os intervalos em que os valores corrigidos no passado são corroídos pela inflação desde então. Por essa razão, os contratos em URV devem ser liquidados em cruzeiros reais com base na URV da data de liquidação, permitindo que diferentemente de antes, onde a renda média apropriada pelos agentes sequer podia ser calculada corretamente, dada a taxa de variação da inflação e os complexos processos de correção introduzidos no sistema de indexação, o pico de renda real atingido pudesse ser aquele considerado como justo, não havendo um padrão de comportamento defensivo em relação aos picos de renda e, portanto, a perpetuação da tendência inercial. Outra hipótese qualquer que fosse levada em consideração geraria perdas e incentivo à reposição da renda, conseqüentemente, à volta de pressões inflacionárias.

Assim como o experimentado no Plano Cruzado, os salários foram convertidos pela média dos valores reais obtidos nos quatro meses anteriores (periodicidade do reajuste salarial previamente determinado), para manter o poder de compra médio do salário do trabalhador. Não apenas isso, foi introduzido também o pagamento pelo conceito de caixa, segundo o qual os salários ficariam fixos em URV e seriam pagos pela URV do dia do pagamento, em suma, a fórmula de conversão faria o cálculo do salário real médio no período estabelecido mas em cruzeiros reais pela taxa de conversão do dia, para que não houvesse perdas ou ganhos em termos de salário médio.

No entanto, essa decisão pode ser considerada um tanto ousada exatamente por suas características, isto é, de modificar a expressão monetária dos salários de cruzeiros reais para URV, mudar o regime de competência para o regime de caixa e ainda, fazer a conversão pela média. A mudança no enunciado monetário não produziria por si só desequilíbrio econômico, mas sim o que viria a *posteriori*. Além disso, a noção de que o salário contratual tinha significado econômico e sua diferença em relação ao conceito de caixa deveria ser recuperada no processo de recomposição anual dos salários na data base evaporou-se após a transição para o novo regime. Ainda, a opção pela média entre os reajustes e não pela recomposição do pico¹¹, pautou-se em seu caráter mais estável do preço real dos bens e serviços numa economia indexada, promovendo redução dos picos aos valores médios.

A transição para uma política salarial baseada na média dos salários e com regime de caixa gerou um grande debate, principalmente pelos sindicatos, que afirmavam haver perda de poder aquisitivo decorrente da existência de duas inflações no mesmo mês em que tal mudança ocorreu. De acordo com Gustavo Franco, depois de realizados os pagamentos, percebeu-se realmente o ganho de renda real oriundo do chamado “imposto inflacionário” nesta fase do programa, dissolvendo a alegação de perdas já que o poder de compra dos salários ao longo do período em que era gasto (conceito do dispêndio) seguiu movimento ascendente e ainda, resultando em um aumento do consumo de estratos de renda inferiores. Se voltarmos ao gráfico 1 poderemos perceber que realmente estes ganhos foram alcançados. Se antes se dizia que “sobrava mês depois de terminado o salário”, agora parecia sobrar salário nas mãos dos trabalhadores.

No que tange os outros contratos, todos os novos contratos da economia deveriam ser feitos em URV enquanto que, nos já existentes, a conversão poderia ser feita de forma facultativa, porém, a partir do momento em que a primeira emissão do Real acontecesse, a desmonetização do cruzeiro real - diminuição da quantidade de moeda sobre o total de ativos financeiros da economia - aconteceria, levado pela memória inflacionária nela presente. A nova moeda, por estar defendida do imposto inflacionário, teria alta demanda e como resultado, todas as obrigações seriam convertidas para a nova moeda, preservando o equilíbrio econômico e financeiro.

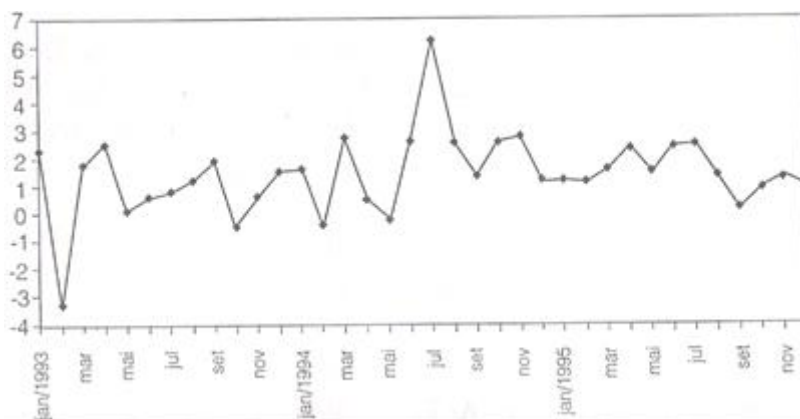
¹¹ O nome de “recomposição do pico” decorre da observação de que, num contexto de estabilidade inflacionária, o reajuste com base na variação integral passada de um índice composto de preços (IGP-DI, INPC etc.) recompõe, no início do período seguinte, o pico de preço real do período anterior.

A aceitação e receptividade da URV seriam tanto melhores quanto maiores fossem os incentivos para que a população fizesse uso da mesma e das vantagens existentes. Tais vantagens dependeriam da utilização massiva da URV, o chamado *network externality*¹². Como os salários também estavam sendo convertidos em URV, a existência de um incentivo para o uso do índice parecia indicar que naturalmente as conversões aconteceriam e de forma relativamente rápida, o que na verdade, para alguns contratos não aconteceu. A longa duração nas negociações – deslanchadas pela disputa do *float*¹³ - de alguns mostrou que certamente os efeitos distributivos oriundos da inflação não somente eram bem conhecidos, como também já estavam incorporados nos preços, afinal, onde quer que prazos e carências fossem estabelecidos em contratos, a inflação tinha papel como mecanismo de desconto ou remuneração (FRANCO, 1995, pg.47), principalmente pelo difícil problema de se precificar o *float*.

É importante ressaltar que o processo de disseminação da URV apenas provocou efeito adicional sobre a inflação em cruzeiros reais, a qual sofreu aceleração. Na verdade, o ritmo de crescimento dos preços permaneceu em níveis baixos na nova moeda no período anterior a adoção do Real em si, como pode ser visto no gráfico, elevando-se somente em julho e agosto, quando a moeda era enfim o Real.

Gráfico 2

Brasil – Inflação na Nova Moeda



onte: IBGE/FGV/Dieese/FCESP – Elaboração Oliveira (1996, p. 47).

¹² A utilidade de uma moeda em particular, para um usuário, depende de quantos também a utilizam.

¹³ Esse termo descreve a receita oriunda de situação inflacionária, principalmente para segmentos como supermercados, que recebem à vista e pagam seus fornecedores a prazo. A aceleração da inflação propicia a esses agentes uma proteção através dos empréstimos de curtíssimo prazo, beneficiando-se das corrosões das suas obrigações.

Se continuada, a adoção de uma unidade de referência baseada na inflação corrente seria suscetível à rápida aceleração dos preços, ainda mais se o ajuste fiscal não tivesse sido completo porque, como argumenta Bacha (1993, pg.6), a emissão de moeda necessária para financiar o déficit público causaria uma aceleração temporária da inflação ainda maior, conseqüentemente menor retenção da moeda por parte dos agentes que, por sua vez, forçaria uma taxa maior de inflação para financiar o mesmo déficit de antes.

Embora tenha havido algumas medidas preventivas, tais como a escolha da época (março a junho) por coincidir com a entrada da safra de verão e ter caráter de arrefecimento da inflação agrícola e a redução do risco de explosão inflacionária através da utilização de maior defasagem no cálculo da URV¹⁴, a aceleração inflacionária chamou a atenção quando da passagem da URV para o Real, fenômeno este associado à remarcação preventiva dos agentes, os quais, marcados fortemente pelas experiências anteriores e ainda, pela tensão distributiva, viram-se receosos quanto à perpetuação ou não da inflação no momento em que se tornasse o Real. Mesmo assim a receptividade decrescente do programa ao longo do tempo, a principio não surtiria efeito no sucesso da estabilização. O problema seria se, a longo prazo, a taxa de reprovação permanecesse em ritmo crescente, pois afetaria as raízes do plano: a adesão e negociação, podendo surtir efeitos negativos sobre a nova moeda.

Vale ressaltar que, também a fim de evitar que os efeitos dos choques fossem repassados aos preços, impulsionando a dissipação de tais choques no tempo, o governo anunciou em paralelo ao plano metas de expansão monetária de teor restritivo, com limitação de crédito e compulsório de 100% sobre as captações adicionais do sistema financeiro. Posteriormente houve uma revisão dessas metas, cujo objetivo foi tentar sinalizar para um maior controle da demanda e desestímulo de processos especulativos depois que o plano estivesse firmado, mas em contrapartida, seriam necessárias altas taxas de juros. Essa medida ficou conhecida como âncora monetária.

¹⁴ Conforme o anexo da MP (Medida Provisória) da URV, a taxa de variação da URV ficou determinada pela sua média aritmética das variações da terceira quadrimestre do IPC-Fipe, do IPCA-E do IBGE e do IGP-M da FGV. Para saber mais, ver Oliveira (1996), p. 50.

2.2.3 A nova moeda

A terceira fase do plano (julho de 1994) caracteriza-se pela criação da nova moeda: o Real, que completa a reconstrução formal do sistema monetário, já iniciada pela URV e que passa a assumir as funções de unidade de conta, reserva de valor e também meio de pagamento. A partir do fator de conversão, a última cotação da URV, de 30/06/1994 foi de R\$ 1,00 = 1 URV = CR\$ 2.750,00.

Nessa última etapa, ao contrário da etapa anterior, o processo era o inverso, desindexar os preços, sem, no entanto, atingir a totalidade dos contratos e obrigações. É nesse momento que há explicitação da “âncora cambial”, que estava subentendida no período anterior. O Banco Central fixou a taxa de câmbio em US\$ 1 = R\$ 1, com o apoio e a garantia das reservas em dólar acumuladas desde 1993 (FILGUEIRAS 2006, pg.108).

Tabela 2
Reservas Internacionais 1990 – 1994, em US\$ bilhões

	1990	1991	1992	1993	1994
Reservas Internacionais	9.973	9.406	23.754	32.211	38.806

Fonte: Banco Central; Filgueiras (2006).

A partir da tabela 2, podemos perceber que desde 1992 o montante de reservas internacionais já vinha crescendo na economia brasileira – de US\$ 9,9 bilhões para US\$ 38,8 bilhões. Este resultado está diretamente relacionado à abertura comercial, com o aumento dos fluxos internacionais para países emergentes como o Brasil. Juntamente a isso, a âncora monetária evidenciada na fase II, cujos resultados em termos de taxa de juros foi sua manutenção em níveis elevados, proporcionou a manutenção dos fluxos de capitais externos. Todavia, ao invés de permitir que houvesse mais acumulação de reservas, que por sua vez pressionaria ainda mais a expansão monetária, o Banco Central permitiu que o câmbio flutuasse, causando uma valorização da taxa de câmbio. Com a economia aberta e o volume de reservas significativo, a possibilidade de importações estava colocada. Sua atratividade

advinda da valorização cambial travava os preços internos e por isso, rompia com a propagação dos choques.

Como todos os preços relevantes estavam referenciados à taxa de câmbio por meio da URV e tornou-se estável na passagem para o Real, a superinflação cedeu e a inflação declinou de julho em diante, conforme mostra o gráfico 2. A reação da população superou as expectativas mais otimistas, derivada dos bons resultados iniciais obtidos.

Quando se utiliza a ancoragem, esta atua como referência básica para a formação de expectativas dos agentes, facilitando a transição para um regime de estabilidade. A desindexação aboliu a noção de que o câmbio era um “preço público” sujeito à indexação automática e às incansáveis correções de defasagens. Dessa maneira, nessa última fase fica evidenciada a dolarização da economia brasileira, amarrando a nova moeda ao dólar sem que houvesse conversibilidade entre ambas e com isso, pudesse assegurar a paridade do Real com o dólar bem como contribuir para conter a inflação dos preços influenciáveis pelo câmbio.

O novo regime detinha então duas funções: fornecer elementos de rigidez nominal aos preços (fazê-los invariáveis de forma a eliminar excessos de procura e oferta) – ideia de âncora – e apresentar-se como um dos vários itens do cardápio de instrumentos que assegurasse o equilíbrio externo visto de uma perspectiva mais longa. As conseqüências desse novo regime bem como do programa heterodoxo de estabilização praticado são vistas nos anos subseqüentes, nesse trabalho restringido aos dois mandatos de FHC.

A função primordial da taxa de câmbio nominal passou a ser a de contribuir para que a inflação doméstica convergisse para a inflação internacional, independente dos efeitos colaterais gerados, seja perda de competitividade, seja desequilíbrios no balanço de pagamentos em conta corrente. Para Carvalho (1995),

Na prática, o câmbio nominal estável ou prefixado, combinado com a abertura do mercado interno às importações, funcionou como fator de repressão à alta dos preços internos, ao disciplinar os reajustes dos bens comerciáveis internacionalmente, isto é, os importados, os exportáveis e aqueles produzidos com insumos importados ou exportáveis. (pg.147)

Com a lenta convergência da inflação, a perda de competitividade foi significativa. A valorização cambial registrada contribuiu para um crescimento explosivo das importações, e com isso, ocorrência de déficits na balança comercial tendo, em contraponto, a entrada de

fluxos de capitais para financiamento dos desequilíbrios no BP. A política fiscal funcionou, destarte, como viabilizadora da âncora cambial, pois, coube a ela evitar que desequilíbrios fiscais associados ao endividamento ameaçassem a sustentação do câmbio, tornando o programa mais vulnerável a ataques especulativos.

Ressalta-se que, apesar da situação financeira internacional favorável e montante superior de reservas internacionais, o que no Plano Cruzado não existiu; isto não se mostrou sólido o bastante para evitar que o Brasil não passasse por dificuldades diante da crise Mexicana em 1995.

Levando em conta os dados referentes aos passivos externos de curto prazo do país, fica clara a fragilidade das reservas. Afinal, na medida em que fossem feitas remessas ao exterior para pagamento da dívida sem que acompanhadamente tivesse entrada de divisas, essas reservas declinariam, e como vimos ter um montante considerável de reservas era condição inerente e essencial para a manutenção da âncora. Como a tabela 3 aponta entre dezembro de 1991 e junho de 1994, a dívida externa de curto prazo (exclusive atrasados) dobrou, passando de US\$ 14,6 bilhões para US\$ 30 bilhões, segundo dados do Banco Central. Em junho de 1994, a dívida externa líquida de curto prazo – definida como a diferença entre a dívida (exclusive atrasados) e os haveres externos de bancos comerciais brasileiros – alcançava US\$ 19,9 bilhões, o equivalente a quase metade das reservas no Banco Central.

Por último, convém demonstrar que à nova moeda coube a promoção de maiores ganhos para o assalariado, decorrente da eliminação de parcela significativa do imposto inflacionário, como já mencionamos anteriormente. Este fenômeno contribuiu para o aumento da renda do trabalhador, e por sua vez, uma expansão da demanda, do nível de emprego e a massa salarial nos três trimestres subseqüentes, um momento de grande euforia, com rápido crescimento e baixa inflação, algo que há muito tempo não era vivenciado pela sociedade.

O próximo passo é verificar, no longo prazo, quais foram as mudanças reais na economia relacionadas ao tripé: âncora cambial, sobrevalorização e altas taxas de juros, suas conseqüências e resultados no governo Fernando Henrique.

Tabela 3
Passivo de curto prazo, 1990-1995 (em US\$ milhões)

Ano	Mês	Dívida externa bruta de curto prazo*	Haveres dos bancos comerciais	Dívida externa líquida de curto prazo	Investimentos de portfólio	Passivo externo de curto prazo	Passivo externo de curto prazo/reservas internacionais**(Em %)
		(1)	(2)	(3) = (1) - (2)	(4)	(5) = (4) + (3)	(6)
1990	Dez.	14.167	2.805	11.362	-	-	-
1991	Dez.	14.581	1.038	13.543	-	-	-
1992	Dez.	19.798	5.836	13.962	-	-	-
1993	Dez.	24.941	8.424	16.517	10.380	26.897	103,9
1994	Jun.	30.051	10.169	19.882	13.573	33.455	83,4
	Dez.	28.241	15.035	13.206	20.971	34.177	93,7
1995	Jun.	31.880	12.687	19.193	16.923	36.116	114,7
	Dez.	29.650	8.834	20.816	18.650	39.466	78,2

(*) Dívida não registrada. Inclui obrigações do BC e de bancos comerciais e linhas de crédito. Exclui atrasados;

(**) Conceito de caixa; (-) Dados desconhecidos

Fonte: Banco Central do Brasil

2. Os primeiros anos de estabilização 1995- 1998

Ao fim das três fases do programa – julho de 1994, e ainda no fim do governo Itamar, a inflação despencou de um patamar da casa de dois dígitos para apenas um. A estabilidade foi percebida e sustentada a partir de três pilares: a âncora cambial, acompanhada da sobrevalorização do real e a abertura comercial (a qual alavancou as importações, inundou o mercado com novos produtos e pressionou os preços dos produtos comercializáveis) (MERCADANTE 1998, pg.146).

Cabe neste ponto reiterar o papel da abertura e globalização nos anos que seguiram à finalização das etapas de estabilização. É indiscutível o avanço da liberalização do comércio, iniciada ainda no governo Collor. Setores que antes tinham alto grau de protecionismo como a informática, passaram a ser expostos à concorrência internacional. O fechamento da economia eliminava a concorrência, e desobrigava as indústrias a fazer novos investimentos e quaisquer que fossem os aumentos de custos, estes seriam repassados aos preços, fortificando o processo inflacionário.

Podemos dizer então, que a abertura precedeu a estabilização e a partir disso, que existiram após a reforma monetária ciclos, ora acentuados ora inibidos de liberalização comercial, alteradas cada vez que os ocorriam grandes impactos sobre a economia. A novidade provocada pela abertura sem dúvida está relacionada ao impacto distributivo e o mercado que dele deriva.¹⁵ A abertura teoricamente provocaria transferência de renda para o consumidor correspondente às tarifas que deixam de ser pagas ao governo e à quase-renda (sobre-preço) que os empresários obtinham com a reserva de mercado¹⁶, além do certo grau de eficiência que ocorre na economia, inclusive pela escala.

Todavia, sobre essa questão, os efeitos do tripé câmbio valorizado, abertura comercial e taxa de juros foi a diferenciação dos setores. Se alguns auferiam a queda dos custos dos insumos, possibilitados pela valorização, outros, principalmente os *tradeables*, sofriam com os preços encarecidos no exterior e a diminuição das margens de lucro. Tudo isso juntamente ao aumento do custo da mão-de-obra (taxa de câmbio aumentando os salários médios), induziram

¹⁵ Barros e Goldenstein (1997), Castro (2001) e Erber e Cassiolato (1997) discutem as transformações da indústria brasileira nos anos 90.

¹⁶ É uma política governamental que impede legalmente o acesso e a importação de uma determinada classe de produtos e bens de consumo com vistas a uma pretensa proteção e desenvolvimento da indústria nacional e incremento da pesquisa científica interna.

inevitavelmente a um corte do emprego industrial. Ao invés de usufruir os efeitos da taxa de câmbio sobre o salário, os trabalhadores industriais acabaram por ter tal efeito contrabalanceado pelo decrescente poder de barganha do setor. Nesse processo, a intensidade, a evolução da taxa de juros e dos salários mínimos determinam os resultados na participação salarial e na distribuição de renda. No Brasil, o declínio no emprego industrial e rural e a conseqüente expansão do emprego informal urbano foram acompanhados por um aumento nos salários mínimos.

Uma vez que uma alta taxa de juros estava em ação para sustentar uma taxa de câmbio sobrevalorizada, as pressões sobre o emprego em setores *tradeables* seguraram os salários médios. Medida pelo índice convencional de concentração (o índice de Gini), a distribuição de renda não se alterou no Brasil ao longo dos anos 90, como nos mostra a tabela 4 abaixo, mas a constância desse índice não deveu-se a maior taxa de emprego, e sim ao movimento em sentido à informalidade do emprego, resultado da abertura.

Tabela 4 - Desigualdade de renda- Coeficiente de Gini

Ano	1993	1995	1996	1997	1998	1999
Gini	0,604	0,601	0,602	0,602	0,600	0,594

Fonte: Ipeadata

Num primeiro momento, como já destacado no capítulo anterior, elevou-se o volume de importações, o que FHC denominou “Farra dos Importados”. Tal abertura além de ter tido papel fundamental na redução da inflação, representou fator central no direcionamento do perfil industrial dos anos 90. Embora de um lado, os defensores da abertura comercial a ela atribuam os ganhos de produtividade e o aumento da competitividade obtidos pela indústria ao longo da década, de outro, os críticos da liberalização vêem na abertura “precipitada” a origem não só das dificuldades por que a indústria passou nesta década, mas até mesmo de um processo de desindustrialização cujo paradigma seria o setor de bens de capital.

Os primeiros acreditavam que a valorização cambial e a política monetária muito defensiva não refletiriam negativamente no crescimento da indústria, pois, além da inflação estar em patamares menores, em decorrência disso haveria aumento de escala de operações, o qual produziria, por sua vez, reduções de custos, que são parte do aumento de produtividade. Não apenas isso, o acordo do MERCOSUL também ampliaria esse processo e representaria o

início das decisões de investimento, sendo maturado ao longo do tempo. Para esses economistas, a questão da expansão da indústria ter alcançado níveis abaixo do esperado significou um processo de reorganização da base produtiva, tornando-se cada vez mais heterogênea, isto é, relacionada com a introdução de técnicas modernas em um setor arcaico pré-existente para setores tradicionais (calçados, têxtil) e automotivos. Assim, a abertura não constituiria ameaça alguma ao desenvolvimento econômico.

Já os críticos acreditavam ter sido a abertura extremamente selvagem e por isso, ao invés de gerar efeitos positivos, acabou tendo conseqüências negativas, ou seja, a penetração intensa das importações que, aliada a outros fatores macroeconômicos como política de câmbio e juros impuseram uma restrição gigantesca ao crescimento industrial nacional, deparado com a alta concorrência internacional e, portanto, com praticamente uma crise interna.

Na verdade, como veremos ao longo deste trabalho, o fenômeno da abertura teve grande repercussão no período estudado. Isto porque, a política econômica sustentada desde a implementação do Real gerou uma armadilha na economia do país, em que sair ou ficar poderiam ser ambos desastrosos se não acompanhados de uma boa decisão econômica. Ao que parece, os críticos da abertura não estavam totalmente errados quanto às suas conclusões, principalmente em termos de crescimento e emprego. Todavia, não podemos simplesmente ignorar o maior impulso dado ao dinamismo tecnológico pós-abertura.

Visto que uma das conseqüências da estratégia de estabilização do Plano Real tenha sido a apreciação cambial (todos os países que passam por uma estabilização como esta, sofreram com a valorização cambial devido à inflação residual não ser repassada ao câmbio no momento seguinte, constituindo-se por si mesmo uma necessidade para que a estabilização se efetive, ao quebrar a possibilidade de os agentes continuarem com o mesmo comportamento anterior), a possibilidade de importação, com a folga cambial e manutenção da taxa de câmbio, se vê capaz de forçar os preços internos a acomodarem-se aos internacionais. Se por um lado para os bens comercializáveis¹⁷ isso é bastante eficiente, para os bens não comercializáveis – aluguel, mensalidades, médicos, etc. -, esta estratégia é totalmente ineficaz e esses preços tendem a continuar subindo, pois a estabilização tende a pressionar os salários

¹⁷ Bens chamados de *tradeables*, isto é, transacionados no mercado internacional (exportáveis e importáveis), principalmente os produtos industriais e agrícolas, como a soja.

reais e dessa forma, partindo do pressuposto que os setores desse segmento, como o de serviços, não sofrem concorrência estrangeira, elas conseguem repassar os custos aos preços se a demanda estiver aquecida, como nos fins de 1994.

Dessa forma, o período imediato após real caracterizou-se por um rápido crescimento no consumo, produção e no emprego (superaquecimento). As camadas da população sentiram o aumento do poder aquisitivo devido ao fim do “imposto inflacionário” que pagavam. A partir do maior acesso ao crédito que a economia estável proporciona, dada a menor incerteza acerca da inflação futura, foi possível aumentar as compras a prazo elevando o número de prestações, apesar das taxas de juros altas, em virtude da elevação da propensão marginal a consumir, canalizando qualquer aumento da renda real para o consumo.

Por sua vez, a baixa remuneração nominal das aplicações financeiras com a retirada de recursos para o consumo impulsionou o pequeno poupador a levar em consideração, no momento de suas decisões de investir ou poupar, não a taxa de juros real, para qual o efeito inflacionário não existe - por isso ela tende a ser menor que a taxa nominal¹⁸ - mais sim a nominal. No entanto, junto às outras medidas adotadas, levaram em contrapartida, a sucessivos déficits na balança comercial de novembro de 1994 até março de 1995, no valor de US\$ 3,55 bilhões.

Evidentemente, só foi possível conciliar a forte expansão da demanda com sucesso na redução da inflação porque havia condições de assegurar expansão correspondente da oferta agregada. A elasticidade da oferta interna refletia a capacidade ociosa acumulada durante vários anos de recessão ou crescimento medíocre da economia. Além disso, até a eclosão da crise mexicana, as condições de balanço de pagamentos permitiram uma forte expansão da oferta externa, à custa da brutal deterioração do balanço de pagamentos em conta corrente.

Ainda sobre o crédito, as operações feitas a partir do Plano Real obtiveram crescimento substancial decorrente da perda de receita inflacionária pelo setor financeiro. Enquanto em 1994 o valor total encontrou-se na casa dos R\$ 93 bilhões, em 1995 atingiu-se aproximadamente R\$ 192 bilhões, e em 1996 R\$ 214 bilhões. A busca de outras receitas pelo lado do consumidor tentado a tomar empréstimos, tanto pela demanda reprimida durante tantos anos, quanto pela previsibilidade da renda futura (agora sem a corrosão da inflação) e

¹⁸ Isso ocorre porque ela é formada através da correção da taxa efetiva pela taxa de inflação do período da operação, ou seja, corresponde à taxa de juros nominal recebida, descontada a perda do valor da moeda (inflação do período).

mesmo a ilusão monetária (queda da taxa nominal de juros e não da real), levava a um processo de despoupança. Do ponto de vista das empresas, o maior acesso ao crédito e o crescimento da demanda fizeram com que os investimentos fossem ampliados, já que havia um ambiente de maior certeza em relação ao futuro.

Tudo isso favoreceu ainda mais a expansão da atividade econômica, que teve do setor de bens de capital e bens de consumo duráveis as maiores demandas, comprovando o aumento da participação da parcela da população que teve seu poder aquisitivo ampliado.

As medidas de ajustes monetário e fiscal adotadas pelo programa foram capazes de derrubar a inflação, mas acabaram deixando a taxa de juros interna mais elevada que a taxa de juros externa. Nos anos anteriores à estabilização as taxas de juros internas caíram em direção ao valor da taxa externa, porém, o diferencial da taxa de juros interna passa a ser utilizado para assegurar o afluxo de capitais e o acúmulo de reservas após o programa, embora em alguns momentos de condições externas favoráveis, como entre o fim de 1996 e o início de 1997, tenham permitido uma certa convergência. Nas palavras de Bari (1998):

Essa política de juros altos tem se transformado num fator de atração de recursos externos sob a forma de capital especulativo (hot money). A entrada maciça de fundos externos no país contribuiu para a estabilização do Plano Real. Assim a âncora cambial, um forte pilar do Plano garantiu a estabilização da moeda e dos preços. Porém esse artifício terá seu efeito limitado se não for acompanhado pelas necessárias reformas complementares. (pg. 286)

Em janeiro de 1995, empossado presidente, FHC já sabia do incontestável sucesso do plano como também era sabido que, na falta de uma ação firme do governo, alguns problemas que sutilmente se faziam presentes poderiam desembocar em um grande desequilíbrio. A combinação entre os altos juros, política monetária apertada e inicialmente banda assimétrica da política cambial, com limite superior de R\$ 1 para cada dólar, sem a fixação de um nível inferior, resultavam uma apreciação, cujo impacto deu-se na forma de aceleração do ritmo da abertura comercial a fim de se evitar a transmissão para os preços decorrentes das pressões de custo e de demanda (BACHA 1997, pg.180). Por isso, nesse mesmo ano, o Brasil introduz o regime de bandas cambiais, com uma margem de flutuação no sentido de seu limite inferior

entre R\$ 0,83 e R\$ 0,86, evidenciando-se um sistema de câmbio praticamente fixo¹⁹, mais rígido, um sistema de bandas de flutuação cambial com mecanismo do tipo *moving target zone*. Vale frisar que, havia a preocupação de que, na presença dessas pressões, a inflação pudesse assumir um movimento ascendente.

Quais resultados podem ser então obtidos de um mercado inundado por importações, uma economia aberta e política de câmbio valorizado, com taxa de juros alta? Em um primeiro momento, como o câmbio estava sobrevalorizado – e não que ela fosse fixada pelo mercado, mas sim pelo governo –, com taxas de juros espantosas, ao mesmo tempo em que atraía capitais voláteis, fazia com que o mercado interno absorvesse os importados e ainda incentivasse a produção doméstica. Esse processo aconteceu até março de 1995, quando a rota de atividades econômicas começou a reverter. Ao longo dos outros anos, o acúmulo dos déficits em transações correntes, dadas a política cambial e monetária, e a situação externa, desfavorável em alguns momentos, passaram a restringir a economia.

A partir de outubro de 1994, percebendo de antemão a crise de balanço de pagamentos que a combinação de maxivalorização cambial com liberalização das importações, num quadro de expansão da demanda interna – induzida endogenamente pelo próprio plano, pela diminuição do imposto inflacionário e por certa debilidade do ajuste fiscal que, ao contrário do anunciado, não teve impacto compensatório sobre a demanda, criando por sua vez, pressões de demanda – geraria e, além disso, percebendo que a crise cambial mexicana estava em curso e com as cotações do dólar em todos os mercados internacionais sendo derrubada, o governo decidiu adotar, com a finalidade de conter os problemas macroeconômicos do último trimestre de 1994, o primeiro conjunto de sérias medidas: ampliação do controle da demanda, principalmente com restrições de crédito e elevação das taxas de juros (que também serviria para atrair capitais), uma tímida desvalorização cambial de 6% e alargamento das bandas de flutuação, e ainda elevou as tarifas de alguns produtos, com destaque para os automóveis.

Para os produtores nacionais, o processo de financiamento existente os punia com taxas de juros internas muito superiores às externas. Nesse contexto, a indústria nacional se viu exposta a uma concorrência implacável das mercadorias estrangeiras bem como a diminuição de sua parcela do mercado. Ainda mais quando o controle de crédito surgiu como

¹⁹ Se existir uma pressão para desvalorização da moeda nacional, o sistema caminha para o limite inferior, o Banco Central intervém, vendendo moeda estrangeira e comprando moeda nacional. No caso de pressão pela valorização o BC age de forma oposta.

caminho para corrigir os problemas decorrentes da adoção da nova política econômica, pois, restringir crédito implica afetar diretamente as pequenas e médias indústrias. Se por um lado limitar o crédito causa diminuição do consumo e por conseqüência, das vendas, aumentando ainda mais os juros, por outro, a própria elevação dos juros eleva seus custos: gastos com transporte, infra-estrutura, entraves burocráticos e custos financeiros, tornando o problema ainda mais presente e enraizado e sendo decisivo para a sobrevivência destas empresas.

É por isso, que logo no início de 1995 estourou uma crise bancária, imersa em atrasos de pagamentos dessas empresas. Nesse mesmo ano, foi possível verificar as maiores taxas de juros no mundo, enquanto que também as barreiras regulatórias à entrada ainda existentes iam sendo derrubadas. Ficava difícil competir em pé de igualdade com as mercadorias estrangeiras, que contavam com menores taxas e maior grau de financiamento.

A perda de competitividade dos produtos brasileiros tem como fator determinante a sobrevalorização do câmbio, pois ela barateia as mercadorias importadas e encarece as exportações nacionais. Desse fato, podemos dizer que a sobrevalorização causou um protecionismo às avessas. Afinal, não devido à posição mais competitiva da indústria externa que as exportações encontravam-se mais caras, mas sim pela sustentação do valor do Real acima do dólar, sua valorização. Essa é uma das razões para que durante o primeiro mandato FHC tenham existido saldos negativos crônicos na balança comercial, em que, diante dos preços baixos dos importados, era mais viável importar insumos básicos, e produzir a menores custos que comprar do produtor nacional e destarte, qualquer expansão das atividades industriais resultaria em rápida elevação das importações.

A tabela 5 mostra como as exportações e importações evoluíram mês a mês entre 1994 e 1995, ressaltando que com a deterioração da balança comercial, passaram a ocorrer déficits em transações correntes, sendo financiados pela entrada de recursos externos, isto é, acumulando um volume de dívida externa, que em um futuro deveria ser paga, ao mesmo tempo em que corroía as reservas internacionais.

A batalha da estabilização ainda estava em curso, as pressões mostravam-se visíveis: o superaquecimento trazia a memória do fantasma do Plano Cruzado, em que um *boom* de consumo sem administração devida provocou colapso da estabilidade ou a maior despesa associada ao passivo externo, definido como a soma da dívida externa líquida e do estoque de capital estrangeiro líquido investido no país (ver Tabela 3), implicando o pagamento crescente

de juros e de lucros e dividendos (dado o volume de entrada de capitais na forma de IDE), do lado externo o México, com balanço de pagamentos fragilizado, parecia estar no caminho de uma crise.

Tabela 5 – Evolução mensal do saldo da balança comercial brasileira entre 1994 e 1995

Meses	1994			1995		
	Exportação	Importação	Saldo	Exportação	Importação	Saldo
Janeiro	2747	1769	978	2980	3284	-304
Fevereiro	2778	2030	748	2952	4013	-1061
Março	3351	2249	1102	3799	4721	-922
Abril	3635	2152	1483	3394	3864	-470
Maiο	3862	2625	1237	4205	4897	-692
Junho	3728	2499	1229	4119	4897	-778
Julho	3738	2514	1224	4004	4003	1
Agosto	4282	2776	1506	4558	4461	97
Setembro	4162	2641	1521	4167	3687	480
Outubro	3842	3186	656	4405	4071	334
Novembro	3706	4115	-409	4048	4033	15
Dezembro	3714	4523	-809	3875	3927	-52

Fonte: Banco Central

Diante desse cenário, o Brasil foi golpeado pelo efeito Tequila²⁰ da crise de balanço de pagamentos mexicano. Frente aos limites existentes em sua economia, os desequilíbrios macroeconômicos e um quadro político conturbado fizeram com que os investidores estrangeiros passassem a acreditar na desvalorização da moeda mexicana, provocando um ataque contra ela. O governo viu-se obrigado a deixar a moeda se desvalorizar e recorreu a um pacote de ajuda internacional junto ao FMI e alguns governos, a fim de atender à fuga de recursos.

Claramente, a crise Mexicana fazia um alerta aos perigos que os países subdesenvolvidos poderiam enfrentar num ambiente como este, mostrando vez que a estratégia utilizada não seria nem suficiente para o crescimento nem sustentável no longo

²⁰ Turbulência gerada nos vários mercados emergentes, sobretudo nos latino-americanos, pela crise do peso mexicano de dezembro de 1994. A referência se deve à bebida nacional mexicana, a tequila.

prazo, alimentando a suspeita de que regimes de câmbio mais rígido (onde o BC determina o valor da taxa de câmbio, se comprometendo a manter o valor fixo dessa taxa), no caso do Brasil um câmbio misto, onde a âncora cambial era definida pelas bandas de flutuação (o BC apenas intervém se a taxa de câmbio nominal chegar a uma das extremidades do intervalo de flutuação e o mercado determina a taxa de câmbio quando ela está dentro deste intervalo), e poderia desembocar uma crise. Afinal, períodos de certo grau de rigidez cambial são caracterizados pelo desempenho crucial da taxa de câmbio em ancorar os demais preços da economia, e a taxa de juros é utilizada como um instrumento que permite minimizar os efeitos adversos que a rigidez cambial exerce sobre as contas externas.

Esse regime é considerado uma política de combate à inflação, porque logo após a queda da inflação, existe uma tendência a persistir um resíduo inflacionário, principalmente entre os bens comercializáveis, o que implica uma sobrevalorização da moeda, desajustando, de imediato a paridade cambial. Essa valorização cambial acelera a desinflação da economia, porém à custa de pressões negativas na balança comercial. A queda abrupta da inflação permite a devolução do imposto inflacionário, que, dada a taxa de juros, é deslocado para o consumo, gerando um incremento na absorção doméstica.

O equilíbrio do balanço de pagamentos, neste caso, dependia da entrada de capitais especulativos, atraídos por taxa de juros cada vez mais elevadas, ou ainda, na dependência de que houvesse reservas cambiais, agora instáveis decorrentes exatamente de tal dependência já que, a deterioração da balança comercial potencializava o déficit em transações correntes. Por isso, não poderia mais suportar problemas nas contas externas, ou seria emplacado por uma crise cambial.

Advindo desses problemas, a consequência foi um refluxo de capitais internacionais (fuga de capitais especulativos) e assim, uma queda abrupta das reservas internacionais. Em um primeiro momento no pacote de medidas adotadas para conter o desequilíbrio, estava o aumento ainda maior da taxa de juros, alcançando 60% em termos nominais e 30% em termos reais e a minidesvalorização do Real. Essa alteração de política cambial contou não apenas com uma pequena desvalorização, mas também com o alargamento das bandas de flutuações: de uma banda informal de R\$ 0,82 – R\$ 0,86 para uma banda formalizada pelo Banco Central de R\$ 0,88 – R\$0,93 e, logo depois, para R\$ 0,91 – R\$ 0,99.

Impulsionado ainda mais pela saída de capitais, a solução do Governo a fim de evitar o colapso cambial foi: elevar assustadoramente a taxa de juros, os depósitos compulsórios dos bancos comerciais no Banco Central, diminuir os prazos de consórcio – implicando em uma política monetária restritiva -, aumentar as alíquotas do Imposto de Importação para 70% - algumas caíram depois para 45% por terem violado as regras da OMC – com aumento da tarifa média de 11,3% nos fins de 1994 para 13,9% em 1995, incentivar as exportações e a entrada de capitais especulativos, com praticamente a retirada do IOF, que chegou a quase zero. No âmbito fiscal, novos cortes no orçamento foram realizados, redução nas despesas de custeio das estatais no valor de R\$ 9,5 bilhões e o anúncio da inclusão da Vale do Rio Doce no programa de privatização.

Com a intervenção do Governo nesse sentido, procurou-se desestimular a demanda por importações bem como criar melhores condições para exportação e sinalizar que o país corrigiria a trajetória do balanço de pagamentos, cujo caminho seguia o mesmo que o do México. Não somente as reservas voltaram a crescer no segundo semestre de 1995, mas também a reversão dos saldos negativos da balança comercial (tornando-se positivo entre julho e novembro) como pode ser visto na tabela 5 apresentada acima; obtendo então, menores déficits em transações correntes, o que sinalizou uma menor necessidade de financiamento por parte dos capitais externos. Nessa nova fase o melhor instrumento passou a ser a política monetária, onde a taxa de juros tinha a responsabilidade de equilibrar o balanço de pagamentos via conta de capital.

Nessas condições, o sistema financeiro que já vinha fragilizado pelas perdas da redução da inflação sobre a rentabilidade dos bancos foi atingido pelo aumento significativo do montante de inadimplentes de 2,8% para 9,2% e com isso, a crise bancária se espalhava, em grande parte associada à retração da atividade econômica, cujos investimentos ainda não tinham maturado quando da retração creditícia, e ao próprio despreparo do sistema bancário na concessão desenfreada de crédito, de 30,3% em porcentagem do PIB em 1994 e 27,8% em 1995.

Com dois grandes bancos privados quebrando, um princípio de crise financeira parecia surgir. O socorro veio do Banco Central, o prestador de última instância, através de um processo de reestruturação financeira via PROER (Programa de Estimulo à Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Nacional) com fusões, transferências acionárias e abertura para os

bancos estrangeiros, envolvendo cifras superiores a R\$ 20 bilhões na tentativa de aumentar a solidez do sistema.

Paralelamente à crise, dois problemas se faziam visíveis: a deterioração da condição externa (com déficits em transações correntes da ordem de R\$ 18 bilhões) e a crise fiscal (mesmo com o FSE, intervenção em bancos estaduais, aumento das receitas e corte nos gastos a necessidade de financiamento público operacional de 4,9% do PIB e pequeno superávit primário de 0,4% do PIB), com aumento da dívida pública total de 31% para 33,3%, chegando em 1998 a 43,7%. No tocante à crise fiscal, como considera Bresser (2007,) o componente essencial na geração de desequilíbrios foi a própria utilização da taxa de juros em níveis elevados (e não o contrário, como poderia se supor). Quando se incorre em altos juros, o índice “juros pagos pelo Estado/PIB” aumenta, o índice de endividamento público é ampliado, o que onera ainda mais a dívida pública do Estado.

Ao mesmo tempo, a opção por uma estratégia política que utilizava o déficit em conta corrente substituía a poupança interna pela externa – aumentando tal substituição na medida em que inevitavelmente a apreciação do câmbio ocorresse, uma vez que salários e ordenados (em relação a essa taxa de câmbio de referência) eram elevados, como também o consumo. Esse processo não apenas reduzia a poupança interna, como também induzia a menores investimentos. Os déficits em conta corrente eram financiados pela extraordinária entrada de investimento direto estrangeiro e pelos empréstimos (mais uma vez comprovando que nesse momento, diferente da década anterior, o movimento de fluxo de capitais em direção ao Brasil assumia ritmo ascendente).

Conforme indica a tabela 6, diferentemente dos anos anteriores a 1994, cujo valor máximo de IDE se aproximava de 2 bilhões de dólares por ano, a quantidade de investimentos estrangeiros diretos de 1995 em diante, gradualmente se expande, atingindo em 1998 3,42% do PIB e em 2001 4,06%. O problema de financiar déficits com investimentos diretos reside no seu custo no que tange às remessas de divisas, apesar de ser menos perigosa que a dívida financeira, porque não entra no cálculo dos índices de endividamento, pelo caráter de menor liquidez, além de o país estar cedendo mercado sem nenhuma contrapartida.

Segundo Bresser (2007), se houvesse a garantia de que recursos provenientes do IDE, em termos líquidos, seria usado para aumentar a taxa de acumulação de capital haveria então uma justificativa. Por fim, tanto o IDE quanto os empréstimos para financiar déficit em

transações correntes acabam quase sempre financiando consumo e não investimento. Não obstante, os investimentos totais no período não cresceram e o que realmente aumentou foi a renda líquida enviada ao exterior.

Poderíamos esperar que o grande volume de IDE provocasse expansão das atividades e gerasse empregos na prática, porém, verificou-se uma gradual elevação na taxa de desemprego, tendo por referência a Região Metropolitana de São Paulo, de 13,2% em 1995 (um período após a euforia do consumo), para 16% em 1997 e alcançando seu ápice em 1999, com 19,3%. (pela pesquisa de emprego e desemprego – PED), incorrendo em uma leve redução para 17,6% em 2001. Esse foi um dos grandes problemas decorrentes do estrangulamento macroeconômico brasileiro desse período.

Tabela 6

Investimentos e renda líquida enviada ao exterior – 1995- 2002
(% PIB)

Ano	Investimento Direto	Renda Líquida	Investimento total
1995	0,57	1,47	18,81
1996	1,28	1,38	17,79
1997	2,18	1,76	18,42
1998	3,42	2,24	18,38
1999	4,87	3,38	17,29
2000	5,08	2,71	18,01
2001	4,06	3,50	17,93
2002	3,29	3,46	17,98

Fonte: Ipeadata e Conjuntura Econômica

Mesmo com algumas medidas de ajustes, essas não foram suficientes e o tratamento fiscal que deve ser primordial acabou em segundo plano, demonstrando a incapacidade de fazer um ajuste fiscal adequado e mantê-lo. Para a estabilidade macroeconômica, ter controle do déficit público e manter baixos índices de endividamento é essencial. No caso brasileiro, conforme o tripé tomava cada vez mais fôlego, o déficit público e a poupança pública negativa limitavam cada vez mais a ação do Estado, porque este não detinha condições para fazer possível o financiamento de uma parte substancial dos investimentos públicos necessários.

Sabendo que a poupança pública é igual à receita corrente menos a despesa corrente, na qual estão incluídos os juros da dívida, pode-se dizer que há uma distinção entre a primeira e déficit público. Nesses termos, os investimentos do Estado podem ser financiados ou por poupança pública ou por déficit público. A primeira é usada para financiar investimentos públicos em infra-estrutura ou investimentos sociais por exemplo. Porém, se ela se aproxima de zero, a forma resultante de evitar que a relação dívida pública/ PIB aumente é eliminar os investimentos.

Essa demonstração se fará necessária para apresentar o conceito de superávit primário amplamente usado no segundo governo FHC. Por ora, definimos que a relação juros pagos pelo Estado/PIB no Brasil além de ser um indicador de crise fiscal, é um índice de endividamento que mostra o enorme peso dos juros na economia brasileira. Em relação ao PIB, no primeiro ano do Real os juros estavam em 25,3%, diminuindo para 16,7% em 1999. Quanto à carga tributária os juros ficaram próximos de 20% do PIB entre 1995 e 1997, alcançando seu máximo em 1999, com 42%. Implica imaginar quanto isso pesa no orçamento público, quanto o governo destina só para o pagamento de juros, e quanto poderia reduzir a carga tributária e aumentar gastos em educação, saúde ou qualquer investimento necessário²¹, ainda mais sem crescimento suficiente para gerar mais receitas.

No fim de 1995, as autoridades monetárias decidiram apostar na redução gradual da taxa de juros real para 18,6%, na tentativa de recuperar a atividade produtiva. Agora, os mercados financeiros já estavam mais “normalizados” e nenhuma crise externa ameaçava o fluxo de capitais podendo, a partir de então, haver maior possibilidade de compras a prazo, não sendo em um primeiro momento suficiente para impulsionar o crescimento. O primeiro semestre de 1996 contou com desemprego maior e estagnação. Afinal, o arrocho monetário do período anterior ainda surtia efeitos no nível de endividamento das famílias e na confiança dos bancos em conceder empréstimos. Contudo, de julho deste ano a junho de 1997, a economia voltou a aquecer, com o PIB crescendo 3,27%.

Ao final, as eleições municipais haviam empurrado os gastos públicos e o crescimento do PIB fechou o ano de 1996 em 2,7% e o de 1997 em 3,6%, mesmo com a crise Asiática. Tal aceleração acelerou em consequência os déficits na balança comercial, ou seja, o Governo

²¹ Bresser Pereira faz uma análise ampla sobre esses elementos na política econômica brasileira e o modelo de desenvolvimento entre os governos FHC e Lula. Para saber mais detalhes, ver Bresser (2007), capítulos 5 e 6.

estava verdadeiramente envolvido por um dilema em que, ou optava por manter o grau de atividade estancado, mas com razoável equilíbrio nas contas, ou permitia o crescimento e enfrentava problemas crônicos em suas contas, ameaçando a estabilidade.

No entanto, a opção pelo regime de âncora cambial continuou a ser o elemento central da política de estabilização e a sobrevalorização um pressuposto de sua manutenção. Foi na base desta escolha que FHC preferiu lidar com os problemas da situação externa e, além disso, dos impactos no que tange as contas públicas, isto é, uma crise fiscal. Entre os anos 1995 e 1997, o progressivo desgaste da âncora cambial, compreendido pela qualidade insuficiente das reservas, sendo constituídas, em sua maior parte, por passivos de curto prazo e capitais voláteis (em que no período junho de 1994/ dezembro de 1995, o passivo externo de curto prazo representou, em média, 100% das reservas internacionais) os quais, juntamente às crises externas do México, da Ásia e da Rússia adiaram a correção da sobrevalorização, razão principal de tal desgaste.

Ao mesmo tempo, o raio de manobra das autoridades econômicas vai se estreitando, conforme aumenta o déficit em transações correntes do país: a partir de um pequeno desequilíbrio nas transações correntes em 1993/4 (déficit equivalente a 0,2% do PIB), atingi-se um déficit de 4,3% do PIB, em 1998, configurando uma situação externa extremamente frágil e colocando em discussão se o uso desse mecanismo era adequado pois,

...Embora essa âncora tivesse sido funcional em um primeiro momento para combate à inflação, com o passar dos anos os problemas dela decorrentes começaram a se mostrar crescentemente onerosos. (GIAMBIAGI 2005, pg.175)

Como já comentamos, a opção por assegurar a todo custo que a âncora cambial permanecesse útil trazia alguns problemas em sua essência: manter juros altos, conviver com déficits em conta corrente, e conseqüentemente, deterioração das contas públicas, que se acentuavam pelo peso dos juros sobre a dívida pública. No futuro, não muito longe, manter a ancoragem constringeria a economia por um todo, e incorrer em uma crise no balanço de pagamentos seria fato. O Brasil se agarrou na âncora por tempo suficiente, o bastante para que prejudicasse sua saúde política e econômica, exibindo a vulnerabilidade que a estratégia criava.

Observa-se que o aumento da taxa de juros, ou do diferencial de juros para atrair capital externo, nesse tipo de programa de estabilização tornou-se uma exigência permanente, pois a entrada de capitais externos aumenta a base monetária que, uma vez esterilizada (para evitar efeitos vistos como inflacionários), propicia a manutenção ou o aumento da própria sobrevalorização da moeda nacional, pela entrada intermitente de capitais externos atraídos pelas altas taxas de juros. Se por um lado essa entrada de capitais sobrevalorizando o câmbio foi importante para baixar a inflação, por outro exigia taxas de juros enormes, tolhendo ao longo do tempo o crescimento - o qual teve grande responsabilidade na elevação da taxa de desemprego aberto ao longo dos dois mandatos – enquanto fragilizava as finanças do Governo.

A tabela 7 abaixo descreve o aumento da dívida líquida interna decorrente deste processo, que corresponde à dívida externa bruta menos a quantidade de reservas disponível. Enquanto a dívida líquida vai de 23,7% em 1994 para 35% em 1998²², o déficit operacional (necessidade de financiamento do setor público, excluindo-se os efeitos da correção monetária e cambial nas despesas e nas receitas) é sustentado e atinge 7,5% do PIB em 1998. Por fim, o déficit primário (déficit operacional retirando-se os encargos financeiros embutidos no conjunto das despesas e das receitas) é negativo em 1994 e 1995, ou seja, há superavit. Observa-se que o déficit público cresceu não obstante terem sido aprovadas as reformas da previdência e da administração, além do vasto programa de privatizações. Medidas que, de acordo com o discurso oficial, seriam cruciais para o equilíbrio financeiro do Estado e para a retomada do crescimento econômico.

Essa política baseada na crença neoliberal segundo a qual o déficit público é a causa central dos problemas da economia brasileira acarreta uma deterioração das condições de vida da maioria da população brasileira, não só porque induz a políticas recessivas, mas também porque implica em cortes nos salários dos funcionários públicos, nas aposentadorias e nos gastos sociais do governo. Entre 1995 e 1998, observa-se uma redução 19,57% na dotação orçamentária da União para a área da educação e de 4,31% para a saúde (Netto, 1999, pg.82-83).

²² Para mais comentários a esse respeito, ver KREGEL (1999).

Tabela 7 – Balanço Fiscal: 1994 a 1998.

	Divida Interna Liquida		Déficit nominal	Déficit operacional	Déficit primário
	US\$ milhões	%PIB	%PIB	%PIB	%PIB
1994	128.917	23,7	26,5	-1,1	-5,1
1995	175.325	24,8	7,1	4,9	-0,3
1996	228.770	29,5	6,08	3,88	0,11
1997	241.884	30,1	6,14	4,33	1,02
1998	272.119	35,08	8,06	7,52	-0,01

Fonte: Silva (2002)

Em 1997, recém recuperada da crise mexicana, a economia novamente foi abalada por crises externas, dessa vez, por uma crise na Ásia e na Rússia, fortalecendo ainda mais a ideia de vulnerabilidade econômica das políticas utilizadas, principalmente a respeito do uso da âncora cambial, em virtude de choques externos. Como resposta, o Governo aumentou mais uma vez a taxa de juros (43%) e decretou um ajuste fiscal, chamado de “Pacote 51”.

A crise nos conhecidos “Tigres Asiáticos” teve início com uma onda de desvalorização na região. Tudo começou em julho de 1997 com a desvalorização da moeda da Tailândia, atingindo em cadeia a Malásia, a Indonésia e as Filipinas; continuou em outubro, com um ataque especulativo contra o dólar de Hong Kong (cuja taxa de juros de *overnight* pulou de 7% para 300%) e a queda da bolsa de Nova Iorque, aprofundou-se em novembro com a desvalorização do won coreano.

Segundo Stiglitz (2000), os países do Leste Asiático vinham de três décadas milagrosas: a renda havia crescido, a saúde tinha melhorado e a pobreza diminuído. Entretanto, as sementes da catástrofe já haviam sido plantadas a partir da liberalização de seus mercados financeiros e de capital – pela pressão internacional, principalmente do EUA. As mudanças ocorridas provocaram um fluxo de capital de curto prazo²³ e geraram um *boom* no setor imobiliário na Tailândia, resultando na criação de uma bolha que uma hora ou outra teria de estourar, como aconteceu.

Ao contrário da crise mexicana, cujos efeitos foram sentidos com maior intensidade na América Latina, essa nova crise não só contribuiu para fuga de capitais e diminuição das

²³ Ainda segundo o autor, capital que busca o maior retorno possível no dia seguinte, na semana seguinte ou no mês seguinte, diferente do capital de longo prazo que vai para fábricas, por exemplo.

reservas dos países subdesenvolvidos como também, surtiu efeito nos mercados do mundo inteiro, e no Brasil não poderia ser diferente. A evolução da economia brasileira neste ano esteve diretamente condicionada por esses desequilíbrios.

Foi envolvido por esta situação que o governo brasileiro propôs um pacote econômico visando ajuste fiscal e aumento da competitividade, composto por 51 itens. O pacote previa entre outras medidas, a demissão de 33 mil funcionários públicos, redução de 15% dos gastos e cortes de 6% no investimento, criando um ambiente de tremenda recessão. A precária situação fiscal não conseguiu fazer com que chegassem aos cofres do governo cerca de R\$ 20 bilhões (equivalente a 2,5% do PIB).

Por mais que o Pacote 51 na prática, não tenha alcançado seus objetivos, como afirma Filgueiras, mais uma vez o papel da taxa de juros foi essencial para trazer de volta os capitais, e paralelamente, contribuiu ainda mais para a aceleração da dívida pública. O apoio do FMI aos países Asiáticos tranqüilizou o sistema financeiro e reverteu o ambiente de fluxo de capitais negativos. Em janeiro de 1998 as reservas já voltavam ao patamar de US\$ 70 bilhões, às vésperas da crise russa.

Nesse mesmo período, o programa de nacional de desestatização (PND), em um lento percurso há alguns anos na economia brasileira, atingiu seus objetivos de redução da dívida pública e de estímulo ao influxo de investimentos externos, favorecendo a renovação da estrutura produtiva do país, principalmente nos setores de siderurgia, fertilizantes, elétrico, ferroviário, financeiro e petroquímico. De acordo com dados do BNDES foram privatizadas desde 1991 quando iniciara o programa, até 1999, 64 empresas estatais, que renderam receita de vendas para o Governo aproximadamente de US\$ 88,3 bilhões (tanto para a esfera estadual quanto para a federal, contando ainda com transferências de dividas).

Mas antes mesmo que a tranqüilidade econômica pudesse voltar, logo veio também a crise russa. Eram meados de 1998 quando a Rússia decretou moratória e desvalorizou o rublo. As conseqüências de mais um movimento de instabilidade demonstrou outra vez que talvez a estratégia do governo não fosse a correta, uma vez que as condições macroeconômicas tornavam-se cada vez mais desgastadas. Em menos de um ano o governo se viu obrigado a dobrar a taxa de juros em mais de uma vez e assim, a dívida pública alcançava níveis mais alarmantes que no período anterior, com gastos maiores em juros e pressões crescentes do lado fiscal.

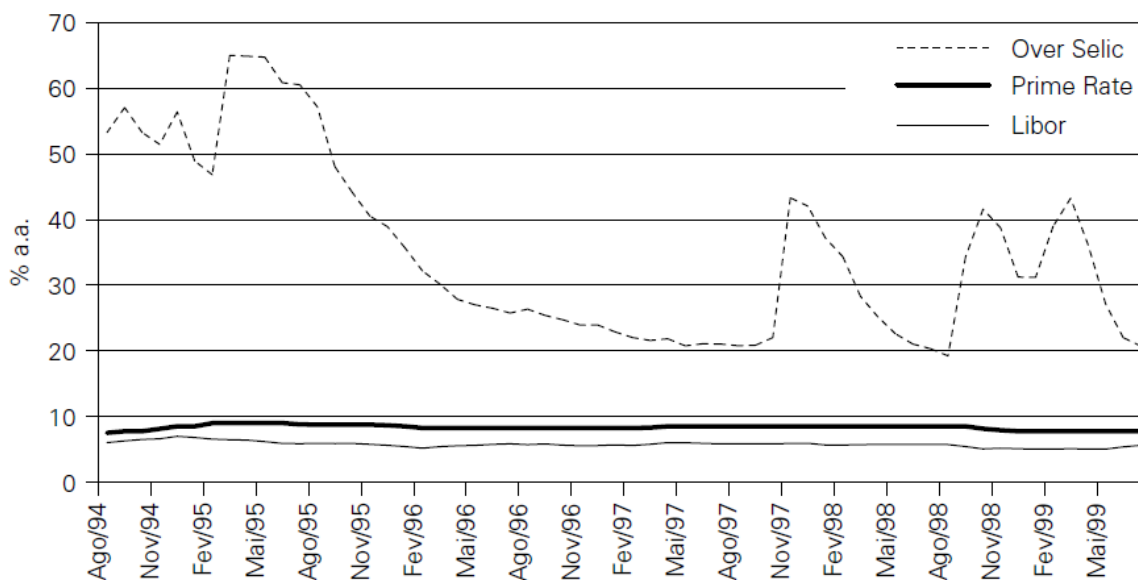
Como todas as outras vezes, a política monetária sobressaiu-se. A taxa de juros foi elevada de 29% para 49% pouco tempo depois, o novo pacote fiscal – Programa de Estabilidade Fiscal – foi lançado. Tal programa se constituiria na base do acordo feito com o FMI imediatamente após esse período. Antes, contudo, ainda para 1998, foram anunciadas as seguintes medidas: cortes orçamentários federais correspondentes a 1,5% do PIB do quarto trimestre, corte equivalente a 0,3% do PIB desse mesmo trimestre em gastos já autorizados de investimentos pelas estatais federais, redução nos desembolsos de empréstimos pelos bancos federais a estados e municípios, adoção de uma meta obrigatória para o superávit primário do governo federal. (FILGUEIRAS 2006, pg.139)

Foi a partir desse programa que a Lei de Responsabilidade Fiscal foi criada. Por meio dela, foram estabelecidos critérios para o endividamento público, regras para gasto público e regras para limitar os déficits orçamentários, pelo governo federal, da dívida estadual e municipal. O objetivo dessa política era ao mesmo tempo conseguir superávit primário nas contas públicas e reduzir o nível e atividade econômica, a fim de causar uma redução nos déficits da balança comercial, através do incitamento às exportações. Através dessas medidas, poder-se-ia mostrar ao capital financeiro que o Brasil tem capacidade para pagar suas dívidas.

A representação gráfica abaixo expõe a maneira como se deu o comportamento da taxa de juros interna de curto prazo (*Over Selic*). Haja vista seu rigor como prática política na correção de desequilíbrios, ela apenas demonstra aquilo que estamos reforçando neste trabalho: a estratégia econômica nos anos FHC, baseado no tripé apenas corroborou para o colapso do balanço de pagamentos do Brasil em 1998/1999, mostrando ser a situação não mais sustentada. Vemos também que, em relação à *Libor* e à *Prime* (principais taxas de juros internacionais), de fato, as taxas praticadas internamente, embora oscilando ao longo do período, se mantiveram substancialmente mais elevadas do que as principais taxas praticadas no resto do mundo.

Gráfico 3

Taxa de juros: Agos/94 a Agos/99



Fonte: Silva (2002, p. 12).

Entretanto, frente a um cenário de estrangulamento externo e ameaça de crise cambial, o governo brasileiro resolveu antecipar-se ao possível colapso da economia, em curso diante da crise russa, a partir da qual, a decretação de moratória poderia estar mais próxima do que se imaginaria. O maior problema relacionava-se a questões como essas, pois, com a diminuição drástica das reservas internacionais de US\$ 52 bilhões para US\$ 44 bilhões, dadas as condições de instabilidade, e as exageradas taxas de juros mantidas pelo sistema monetário, os resultados não poderiam ser outros a não ser uma explosão nas contas públicas bem como do déficit em transações correntes, ocasionando na sequência uma deterioração do balanço de pagamentos, com um déficit de US\$ 8 bilhões de dólares, com a suspensão da rolagem da dívida externa pelos credores.

Essa afirmação é apresentada numericamente na tabela que segue. Podemos observar que enquanto em 1994 a dívida líquida não passava de US\$ 110 bilhões, em 1998 atingia US\$ 181 bilhões. As reservas também se contraíram consideravelmente entre o período: de um montante máximo acumulado de aproximadamente US\$ 60 bilhões para US\$ 44,5 bilhões. Não é à toa que autores como Barbosa (2003, p.16) acreditam que o primeiro governo FHC substituiu o imposto inflacionário pelo endividamento público, transferindo o problema para o

futuro. O erro fiscal e a teimosia do regime de câmbio poderiam ser evitados, se a âncora tivesse sido eliminada, diminuindo as taxas de juros e o peso destes sobre o orçamento.

Tabela 8 – Dívida externa e reservas internacionais: 1990 a 1998, em US\$ bilhões

Ano	Dívida Bruta	Reservas Internacionais	Dívida Líquida
1990	122.828	9.973	112.855
1991	123.910	9.406	114.504
1992	135.949	23.754	112.195
1993	145.726	32.211	113.515
1994	148.295	38.806	109.489
1995	159.256	51.840	107.416
1996	179.935	60.110	119.825
1997	200.613	52.173	148.440
1998	226.395	44.556	181.839

Fonte: Banco Central

Motivado por essas razões apresentadas é que se recorreu ao FMI. No acordo, era previsto dentre outros fatores, que o mesmo regime cambial com desvalorização gradativa do Real fosse mantido e a banda alargada, aumento da abertura comercial, aceleração das privatizações e das reformas liberais e ainda realizar um ajuste fiscal, com metas para três anos (1999-2001). O acordo visava recompor progressivamente as reservas internacionais bem como preservar a política cambial.

Nessa ocasião, o fantasma da crise já não preocupava mais a reeleição de FHC, pois já havia acontecido. Todavia, o quadro externo de extrema adversidade ainda preocupava a situação econômica, que sofria com a falta de confiança do resto do mundo em continuar financiando os déficits em conta corrente. Diferentemente de outras crises, o movimento de capitais no segundo semestre de 1998 traduziu-se por uma saída de recursos, em sua maioria, pelos próprios por residentes; nesse momento, todos os agentes estavam retirando seus recursos, os únicos que permaneceram imóveis foram os investimentos diretos.

Nem precisamos dizer que o crescimento do PIB, as taxas de investimentos e a atividade econômica tiveram ou crescimento medíocre ou mantiveram-se estagnados. Segundo

o BC advindo da diminuição do influxo de capitais, o crédito foi restringido, impactando, como já sabemos, os níveis de investimento e demanda. O déficit em transações correntes atingiu US\$ 34,1 bilhões (4,39% do PIB), dos quais 76,6% financiados por meio do ingresso de investimentos estrangeiros diretos (IED), diminuindo o endividamento.

Tal resultado contribuiu para a redução das necessidades de financiamento externo a 1,1% do PIB, o menor valor registrado desde agosto de 1996. Convém ressaltar que menos de um quarto do ingresso de IED esteve vinculado às privatizações ocorridas no período, refletindo o otimismo dos investidores externos em relação à economia brasileira (Relatório Anual do Banco Central, 1998, p.6).

Fazendo um balanço do que foi o período e o que representou para a história e para a condução macroeconômica do país, podemos avaliar primeiramente o processo de estabilização como de resultado positivo. Após muitas tentativas, experiências frustradas e perdas imensuráveis, enfim foi possível controlar a inflação. O primeiro mandato FHC, embora baseado em três variáveis fundamentais: âncora cambial, abertura e política de altos juros, não foi capaz, todavia de eliminar os constrangimentos no âmbito fiscal e de contas nacionais, como já mencionamos.

Tanto a valorização quanto a abertura, a qual provocou de certa forma uma desnacionalização através do volume de privatizações, condenaram a manutenção nos moldes originais do plano. Afinal, deles surgiram diversos entraves dentre eles déficit em moeda estrangeira e aumento da dívida externa (determinada pelo aumento das taxas de juros para sustentar a entrada de capitais). A tabela 10 apresenta os valores atingidos pela inflação durante esses anos de acordo com diversos índices de preços, confirmando o sucesso do plano em termos de estabilidade. Em paralelo, decorrente da opção por sobrevalorização da moeda, as dificuldades surgidas no balanço de pagamentos, como aponta a Tabela 11, em que havia transações correntes deficitária, financiada pela entrada massiva de capitais estrangeiros especulativos (Tabela 9).

No final das contas, o problema com a rolagem da dívida e a eclosão de uma crise cambial não custou a chegar. Com a mudança de regime cambial no segundo mandato FHC, ficará mais evidentemente que assegurar a manutenção da inflação em níveis estáveis em um ambiente de sobrevalorização da moeda nacional seria uma tarefa difícil, pois o surgimento de dificuldades no balanço de pagamentos é imediato e a eclosão de uma crise cambial é apenas

uma questão de tempo. Daí o artificialismo de conseguir atingir níveis inflacionários próximo a zero, como foi em 1998, último ano da âncora cambial.

Tabela 9

	Balança de Capitais antes e depois do Real (US\$ bilhões)				
	Investimento líquido Total	Empréstimos e financiamentos	Amortizações	Outros	Saldo
Pré-Real	17.443	105.385	-85.456	3.445	40.817
Pós-Real	61.628	151.900	-87.522	-20.291	105.715

Fonte: Banco Central do Brasil

Tabela 10 - Variação anual de preços 1990 – 1998(%)

Ano	Índice (em 12 meses*)						
	IGP-M	IGP-DI	IPC-BR	IPCA	IPC-FIPE	ICV	IPA-DI
1990	1699,7	1476,71	1657,7	1620,97	1639,08	1849,68	1449,62
1991	458,37	480,23	493,79	472,72	458,61	500,39	471,67
1992	1174,47	1157,84	1156,15	1119,09	1129,45	1127,52	1154,18
1993	2567,46	2708,17	2828,74	2477,15	2490,99	2579,31	2639,27
1994	1246,62	1093,89	1237,99	916,43	941,25	1130,48	1029,36
1995	15,25	14,78	25,91	22,41	23,17	27,44	6,39
1996	9,2	9,34	11,34	9,57	10,04	9,94	8,09
1997	7,74	7,48	7,21	5,22	4,83	6,11	7,78
1998	1,78	1,7	1,66	1,65	-1,79	0,47	1,51

Fonte: FGV, IBGE, DIEESE – Filgueiras (2000).

Tabela 11

	Conta de transações correntes (em US\$ bilhões)			
	Balança Comercial	Balança de Serviços	Transferências Unilaterais	Saldo
Pré-Real	60,3	-70,6	8,9	-1,4
Pós-Real	-23,7	-97,0	11,0	-109,7

Fonte: Banco Central do Brasil

Destaca-se por sua vez que, após três ataques especulativos – 1995, 1997 e 1998 – nem o instrumento clássico de combate a esses choques, isto é, a taxa de juros, mantinha-se eficaz para enfrentar o problema, nem o regime de câmbio permanecia sustentável frente às necessidades que os desequilíbrios impunham. Sendo assim, em janeiro de 1999, devido à tentativa frustrada de controle do câmbio, ele passa a flutuar e se desvalorizar. Posteriormente, com a nomeação de Armínio Fraga para o posto de presidente do BC, um acontecimento marcou a história econômica do país: a adoção de metas de inflação, caracterizando-se como um compromisso formal com a estabilidade de preços, por parte das autoridades, algo jamais presente na nossa economia.

3. O segundo mandato FHC: 1999 - 2002

De acordo com Giambiagi (2005), o segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso, por sua vez, correspondeu a uma tríplice mudança nos regimes: cambial, monetário e fiscal. Com as medidas de 1999, o país passou a ter condições de enfrentar cada um de seus problemas: se a inflação preocupava, o BC atuava através do instrumento da taxa de juros; se havia uma crise no BP, o câmbio se ajustava e melhorava a conta corrente; se a dívida pública crescia, havia que se “calibrar” o superávit primário, a partir da obtenção de melhores resultados cuja finalidade era diminuir o estoque total da dívida pública líquida, embora altos superávits primários não tenham permitido a redução de tal dívida devido ao grande montante de juros pagos.

Primeiramente, a mudança de regime de câmbio ocorreu logo após a saída do presidente do Banco Central, Gustavo Franco, defensor intenso da valorização cambial, e entrada de Francisco Lopes. De início, privilegiou-se a desvalorização, mas ainda com sistema de bandas. Porém, devido à maior necessidade do mercado em auferir maior desvalorização, bem como às incertezas no cenário político, derivado de alguns escândalos, logo em seguida Arminio Fraga substituiu Francisco Lopes e optou por abandonar o sistema de bandas e deixar o câmbio flutuar. Imediatamente, a desvalorização nominal aconteceu e, diferente de outros países que passaram pela mesma experiência, não se verificou aceleração inflacionária, crise ou recessão, pelo contrário, 1999 pode ser considerado um ano satisfatório dentro desta perspectiva.

O maior receio em abandonar o sistema de câmbio fixo sempre foi a ideia de que a desvalorização pudesse impulsionar a aceleração inflacionária e, dessa forma, que os ganhos de tal desvalorização tivessem impactos sobre a taxa de câmbio real, como aconteceu com o México em 1995, mas o que não se viu no caso da crise asiática. Por esse motivo, a questão era por qual trajetória o Brasil passaria. Com a finalidade de proteger a economia de pressões cambiais que fossem capazes de se transformar em processo inflacionário foi que a política monetária adotada assumiu caráter restritivo, criando-se o Comitê de Política Monetária (COPOM) o qual estipularia uma meta para a taxa de juros (SELIC) em um nível que diminuísse a saída de recursos e o processo especulativo em torno da taxa de câmbio, estabilizando seu valor (GREMAUD, 2010, pg.474).

Embora o regime de câmbio seja flutuante, o Banco Central tem certo grau de autonomia para reagir contra movimentos que tendam a provocar desvalorizações cambiais agudas. Uma vez que o regime cambial adotado no Brasil, e em grande parte das economias relevantes, é um regime de flutuação cambial administrada, a taxa de juros de curto prazo tornou-se o principal instrumento de política monetária utilizado para promover tal administração cambial. Sendo assim, como mostra a análise de Sicsú (2002)²⁴, a taxa de juros é reduzida (aumentada), quando a volatilidade e a tendência da taxa de câmbio nominal são favoráveis (desfavoráveis). Isso nos leva a crer que nessas condições, seja necessário também, conter os movimentos de capitais no balanço de pagamentos, com vistas a impedir maior sensibilidade da flutuação do dólar.

É possível dizer que o regime flutuante foi uma evolução necessária, a partir do qual foi possível alcançar maior equilíbrio do setor externo, devendo ser alinhado a este mecanismo uma política fiscal contínua, política monetária, comercial e de investimento. A política monetária é particularmente importante. Afinal, a baixa dos juros pode levar a auferir benefício da taxa flutuante, seguindo para uma desvalorização e evitando excessiva volatilidade, controlando a entrada de capital de curto prazo. Conforme o texto de Bresser e Nakano (2002) é impossível querer que a taxa de câmbio flutuante esteja sempre desvalorizada, mas há possibilidade de mantê-la “relativamente depreciada”.

Nesse ponto, o Brasil, por ter taxas de juros elevadas, atinge somente o “relativamente apreciado”, por essa razão que é imprescindível que haja taxas de juros menores. Quando se consegue efetiva baixa de juros, e concomitantemente a continuidade do ajuste fiscal, obtém-se investimentos maiores, e também estabilização da dívida externa (vale lembrar que um câmbio desvalorizado dá mais competitividade aos produtos brasileiros no mercado externo bem como promove alguns ajustes nas contas nacionais). Exatamente por ter permitido níveis elevados e não baixos de juros, mesmo que com relativo controle da inflação, o processo de desvalorização cambial estancou e a partir de março passou a valorizar-se.

Após a adoção do novo regime de câmbio, não mais utilizando a âncora cambial, foi essencial que houvesse um novo referencial de preços, propiciando aos agentes econômicos uma referência da inflação futura de modo que o processo de formação de preços no presente

²⁴ Em seu artigo, Sicsú mostra que desde 1999 a taxa de juros tem sido correlacionada à volatilidade da taxa de câmbio.

se balize por essa perspectiva de inflação. Para essa função, em julho de 1999 a regra da política monetária foi a de haver metas de inflação. De acordo com essa regra, a função primordial do Banco Central e da política monetária é garantir o cumprimento da meta estipulada pelo Conselho Monetário Nacional, utilizando como instrumento a própria taxa de juros (pois seus impactos sobre a demanda influenciam na inflação, ou seja, se a inflação situar-se acima da meta, o Copom eleva a taxa de juros e vice-versa).

Com este fim, o índice de preços ao Consumidor Amplo (IPCA) foi escolhido como medida de referência para as metas porque é um índice de preços ao consumidor, diferentemente de outros índices, como os de preços no atacado ou geral, e é a medida mais adequada para avaliar a evolução do poder aquisitivo da população. A taxa de juros utilizada seria a overnight Selic.

A proposta do regime de metas é tornar pública a taxa de inflação a ser alcançada pelo BC, bem como os instrumentos a serem efetivamente empregados visando este objetivo e as análises que amparam o processo de tomada de decisão. O intuito disso é dar uma referência quanto à inflação futura aos agentes, de forma a balizar a formação de preços de acordo com esta perspectiva de inflação. Por isso, conforme os formuladores do Banco Central acreditavam, quando se adquirisse credibilidade e transparência na perseguição do objetivo, mas eficiente seria o regime, portanto, maior capacidade de trazer as expectativas de inflação ao encontro da meta.

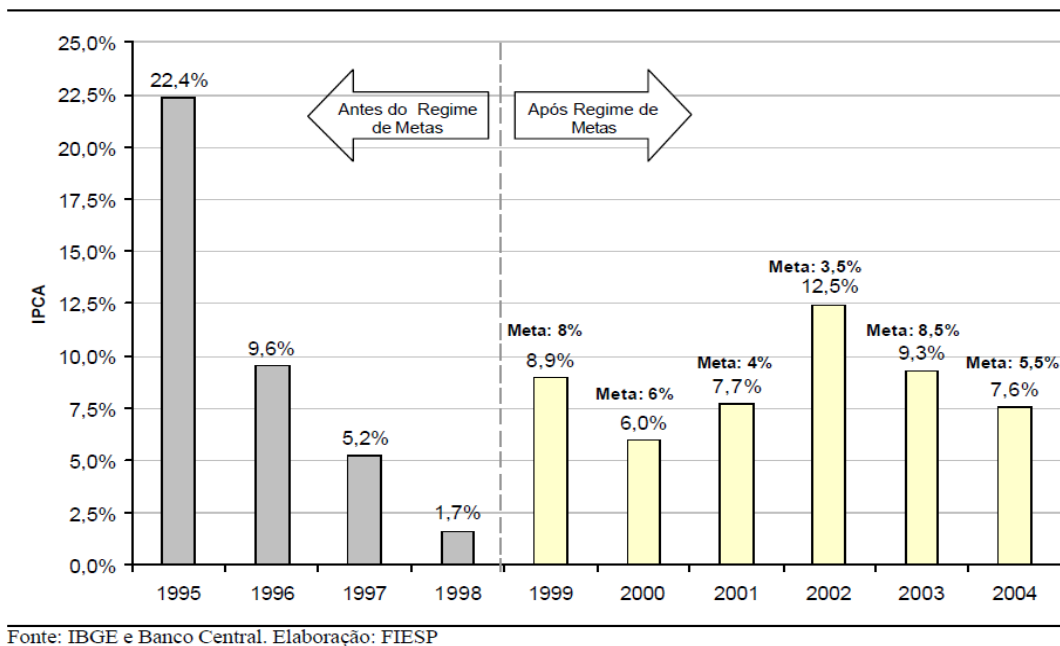
Em teoria, facilitaria a convergência da inflação corrente para a meta de inflação. Por trás da ideia de metas de inflação temos a formulação base chamada de regra de Taylor²⁵ para o comportamento do BC, a qual relaciona a inflação com a taxa de juros e o hiato do produto potencial (BC acompanha o ritmo de crescimento do produto efetivo e o compara com o que seria o produto potencial - máximo que a economia pode produzir sem gerar pressão inflacionária -, a diferença entre essas duas variáveis é o “hiato do produto”).

Nesse caso, a taxa de juros de equilíbrio assume papel-chave. A regra parte do pressuposto básico que o banco central deve reagir aos choques e minimizar as perdas, mas sem que desvie da taxa de juros internacional. Em países desenvolvidos, o valor numérico dessa taxa de juros de equilíbrio corresponde a 2%, em termos reais seria zero, ao passo que

²⁵ $j = j^* + j (Y - Y^*) + g (p - p^*) + d$, onde j é a taxa de juros nominal, j^* a taxa de juros de equilíbrio, $(Y - Y^*)$ o hiato do produto, $(p - p^*)$ a diferença entre inflação esperada e a meta de inflação, d é um fator de choque exógeno.

no Brasil, tal equilíbrio é atingido a 9% de taxa de juros reais. Partindo desta regra, o BC deve elevar a taxa de juros acima de seu nível de equilíbrio de longo prazo quando a inflação exceder sua meta e quando a produção exceder o crescimento autorizado pelo PIB potencial.

Gráfico 4 - Inflação no Brasil antes e depois da implantação do regime de metas



Como vemos no gráfico, em relação aos primeiros anos do Real, seguir metas assegurou manter a inflação em níveis próximos, sem que ultrapassassem a taxa desejável. Apesar de um patamar maior que no ano anterior, em 1999 alcançou-se 8,9% em contraste aos 1,7% de 1998. Podemos perceber também que, de todas as metas, só duas delas foram alcançadas efetivamente: a primeira, por estar dentro do intervalo de tolerância de 2,0% e a segunda.

Nos anos em que se ultrapassou a meta o país enfrentara um choque de preços causado pelo racionamento de energia e pela volatilidade cambial gerada pela crise da Argentina e maior aversão ao risco no mercado de capitais (ano de 2001) e em 2002, a depreciação cambial decorrente das incertezas do período eleitoral acabaram por provocar um elevado choque de preço, sobretudo no último trimestre do ano.²⁶

²⁶ Em seu livro *Macroeconomia da estagnação*, Bresser Pereira analisa criticamente o que representaram essas metas de inflação para o país de sua implantação até o primeiro mandato do governo Lula.

O terceiro elemento do arcabouço macroeconômico do segundo mandato de FHC diz respeito ao fator fiscal. Após o acordo feito junto ao FMI depois da crise de 1998, um dos objetivos era alcançar superávit primário. Ele completa o tripé câmbio, política monetária e fiscal. O superávit primário é um índice que interessa aos credores uma vez que eles se tranquilizam quando visualizam, por esse indicador, que o país pode estabilizar sua dívida pública/PIB, no entanto, ele também esconde o cenário fiscal em que o país se encontra. Afinal, atingir superávit primário não é condição suficiente para deter uma situação fiscal sadia.

Diante do caso brasileiro, os acentuados juros e a alta dívida fizeram com que o peso dos juros sobre o PIB fosse grande e por isso, para impedir a relação dívida/PIB de aumentar, o que poderia criar um ambiente de desconfiança aos credores, o superávit primário aumentou também. Como mencionado, isso não impede o país de incorrer em déficit fiscal nem poupança pública negativa. Por sua vez, a poupança pública negativa indica que o governo não consegue financiar parte substancial dos investimentos públicos necessários, mostrando-se fragilizado.

Do ponto de vista de Bresser (2007), o que a “ortodoxia convencional” e o FMI indicam para os países em desenvolvimento, em especial ao Brasil se caracteriza por conter medidas perversas, pois, uma vez que o superávit primário não considera os juros, os credores podem entender também que as finanças públicas estão em crise, e não o contrário. Em 1999, a meta de superávit primário girava em torno de 3,5% enquanto que no início do governo seguinte já estava em 4,25% do PIB, ambas metas foram alcançadas, enquanto que os juros mantinham-se elevados.

Isso demonstra que o fato de levar em consideração superávits primários não exclui a existência de um desajuste fiscal, mas desempenha papel fundamental no controle do índice que realmente importa para credores externos e internos: relação dívida pública/PIB. Para ele, a solução seria um ajuste fiscal não apenas focado no superávit primário mas na geração de poupança pública positiva, implicando não só a redução das despesas correntes mas também da taxa de juros.

É de extrema relevância adicionar aqui uma informação: esta taxa de juros de que tanto falamos é a taxa de juros de curto prazo, a Selic. É a partir desta taxa de juros que os títulos públicos são indexados e, portanto, não é a taxa de juros de longo prazo que onera a dívida pública brasileira, como acontece em outros países, mas sim a de curto prazo devido à não

existência de um mercado de empréstimos de longo prazo no país, a não ser os títulos públicos. A taxa de juros de longo prazo existente não é determinada internamente, sendo definida pelos juros pagos pelas melhores empresas brasileiras no exterior, isto é, pelo risco-Brasil. O único financiamento de longo prazo aqui é feito pelo BNDES. Referimos-nos, destarte, como sendo tal taxa de juros, incompatível com o ajuste fiscal.

Então, se partimos da ideia de que para atingir qualquer nível de estabilidade que seja, e sustentar um crescimento, o equilíbrio fiscal torna-se intrínseco. Além do que, todo esse “modelo macroeconômico” praticado nos governos FHC resultou em acentuada carga tributária, salários médios inferiores, e como veremos, altos níveis de desemprego. Nem mesmo a Lei de Responsabilidade Fiscal logrou alcançar êxito total.

Porém, apesar dos seus méritos, a “tríplice política” de 1999 a 2002 enfrentou um contexto externo muito ruim e, além disso, condições iniciais de forte desequilíbrio, contribuindo ainda mais para a existência de limitações. Todavia, o segundo governo respondeu por sucessivas crises do balanço de pagamentos (1999, 2000 e 2001), acarretando em novos empréstimos junto ao FMI e mais uma vez, maior dependência e monitoramento dessa instituição frente às políticas adotadas. Não apenas isso, a crise de energia colocou em dúvida o modelo de privatização do setor elétrico e a atuação das agências reguladoras, bem como aliada às conseqüências sociais já existentes, fortaleceu o cenário de desgaste do governo na opinião da população.

No que tange à relação com o FMI, nesse período foi preciso tomar três empréstimos: US\$ 41,5 bilhões (ainda em 1998), US\$ 15,6 bilhões (2001) e US\$ 30 bilhões em 2002. O motivo maior destes socorros decorre dos problemas do segundo mandato. Primeiramente, o governo passava por um momento de crise política interna, com esfacelamento de sua base política-parlamentar, e também, pelo desgaste deste diante da população, que sofria as conseqüências da política econômica. Esse quadro político complicado dificultava a implementação de medidas duras e impopulares reclamadas pelo FMI e pelo capital financeiro internacional, levando no fim das contas, a maior desconfiança em relação ao governo as metas fiscais acordadas com o FMI.

No âmbito externo, os EUA passavam por um momento de dificuldade econômica, com reversão do ciclo de crescimento, no qual terminou por desembocar em uma crise ainda maior quando dos ataques de 11 de setembro. A Argentina também passou por um momento crítico

de recessão, e como membro do MERCOSUL, ameaçou desmoronar toda a integração. Isso nos mostra que nesses quatro anos finais de FHC as relações com o FMI tornaram-se mais fortes não apenas pela necessidade de obtenção de empréstimos devido ao fato do ambiente externo estar desfavorável, mas pelo acordo feito, que propunha metas sobre as variáveis macroeconômicas a fim de alcançar estabilidade e crescimento, por exemplo, com US\$ 17,4 bilhões em déficit em transações correntes, superávit comercial de US\$ 11 bilhões e montante de reservas de US\$ 24,7 bilhões.

Em 2000 foi possível retomar as atividades econômicas, passada a crise do balanço de pagamentos que desembocou na flutuação cambial. Os IED voltaram em montante recorde, dada a valorização do Real e uma pequena queda na taxa de juros, que percorreu uma trajetória declinante até meados de 2001. Já em 2001, o desenrolar da crise argentina e o agravamento da crise estadunidense – deparado com os acontecimentos de 11 de setembro – eclodiram em uma nova desvalorização do Real. Os impactos para a balança comercial brasileira da diminuição das atividades argentinas apareceu no ano seguinte, passando de US\$ 24 bilhões em 2001 para US\$ 13 bilhões em 2002. As pressões inflacionárias advindas da desvalorização fizeram com que o BC interrompesse o processo de queda da taxa de juros, passando a elevá-la, não impedindo que as crises externas não afetassem o volume de capitais, os quais diminuíram. Todos esses choques somados, para piorar, com a crise energética contribuíram para a redução da taxa de crescimento para 1,3%.

Esta crise aconteceu tanto pela baixa dos reservatórios – com condições climáticas desfavoráveis – quanto pela falta de investimentos na expansão da capacidade produtiva e de transmissão de energia, devido ao fato do governo ter programado uma privatização completa das usinas hidrelétricas que acabou não acontecendo. Prevendo que a privatização fosse efetivada, o governo não ampliou seus investimentos e enquanto isso, o consumo de energia elétrica continuava aumentando, em um contexto marcado por inovações tecnológicas e dos hábitos de consumo: massificação do uso dos computadores, uso intensivo de aparelhos de *freezer*, etc.

Com o intuito de solucionar o problema, houve racionamento de energia. A redução do consumo foi de 20% para a população, entretanto, os efeitos dessa medida para a indústria afetou diretamente a capacidade de produção, restringindo-a. Daí surge o outro empréstimo advindo do FMI, na tentativa de abortar a nova crise cambial que se esboçava.

No ano seguinte a situação não se reverteu, pelo contrário, as fugas de capitais persistiram e uma grande desvalorização em consequência. Aprofundou-se a fragilidade fiscal, cuja relação dívida pública/PIB crescia acentuadamente de 51,4% em 2000 para 56,6% em 2002, e havia especulação contra o Real (decorrente da possibilidade de vitória do Lula e o vencimento de parcelas da dívida). Foi por não conseguir eliminar a vulnerabilidade externa e esta fragilidade que os anos FHC não abriram espaço para o crescimento. A desvalorização do Real impediu a deterioração do balanço de pagamentos e reduziu substancialmente a vulnerabilidade externa, mas sem que tivesse crescimento. Quando finalmente o crescimento retomasse, certamente o grau de vulnerabilidade aumentaria, aumentaria também a fragilidade financeira do setor público.

Na tabela abaixo podemos ver como a inflação se fez presente nesses quatro anos. Logo após a crise cambial em 1999 a inflação voltou a subir, sendo reduzida no ano seguinte devido à adoção do tripé e a acumulação de reservas internacionais. Nos dois anos finais do governo, a pressão dos preços dos combustíveis e dos serviços públicos, e a elevação dos preços de algumas *commodities* como a soja e o açúcar, que elevou os preços internacionais. Adicionalmente, dizemos que por não atingir mais níveis tão próximos de zero, evidencia-se a incompatibilidade do regime cambial utilizado no primeiro mandato em conter a inflação por tempo suficiente longo sem eclodir em novas crises no balanço de pagamentos.

Tabela 12 – Variação anual de preços – 1999 – 2002

Ano	Índice (em 12 meses*)						
	IGP-M	IGP-DI	IPC-BR	IPCA	IPC-FIPE	ICV	IPA-DI
1999	20,1	19,98	9,12	8,94	8,64	9,57	28,9
2000	9,95	9,81	6,21	5,97	4,38	7,21	12,06
2001	10,38	10,4	7,94	7,67	7,13	9,42	11,87
2002	25,31	26,41	12,18	12,53	9,9	12,93	35,41

Fonte: IBGE e Fipe, FGV, DIEESE.

Sobre as contas externas, tivemos o saldo da balança comercial de US\$13,9 bilhões entre 1999 e 2002. Isso expressa como no período anterior, a âncora cambial e a abertura comercial indiscriminada foram deletérios para as contas do país, uma vez que se traduziu em déficit e agora, com a flutuação e a desvalorização que dela sucede, atingia o superávit. A

melhora na balança comercial, mesmo com as crises, indica o efeito positivo da desvalorização da moeda sobre as exportações, mais competitivas então. Na conta de capitais, tivemos o maior montante acumulado de IED da década, de 4,63% nos quatro primeiros anos para 96,18% no segundo governo FHC. A tabela 15 expressa melhor os componentes da conta de transações correntes e seus resultados entre os dois mandatos.

Tabela 13 – Transações correntes -

Montantes acumulados antes e depois do Real (em US\$ bilhões)

Discriminação	Pré- Real	Pós-Real	
	(1990-1994)	(1995- 1998)	(1999-2002)
Balança Comercial	60,3	-22,4	13,9
Serviços e Rendas	-70,5	-92,7	-101,6
Serviços	-21,5	-36,9	-27,0
Rendas	-49,0	-55,8	-74,7
Transferências			
Unilaterais			
Correntes	8,6	9,3	7,2
Saldo	-1,6	-105,8	-80,5

Fonte: Banco Central do Brasil

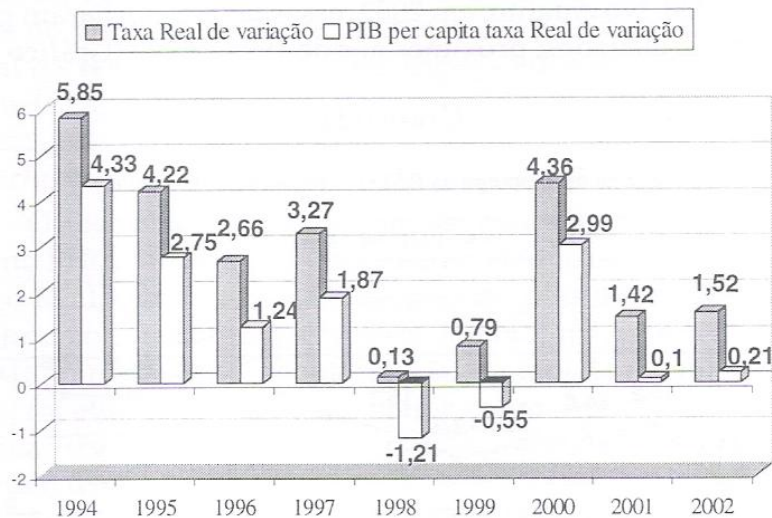
De certa forma, os dois mandatos de FHC tem características completamente diferenciadas: o primeiro evidencia uma política cambial rígida, crescente dependência do financiamento externo e um desequilíbrio fiscal agudo, enquanto que o segundo é marcado pela flutuação do câmbio, redução do déficit em conta corrente e forte ajuste fiscal. Em ambos o gasto público esteve em contínua expansão, mas também, a inflação foi controlada. Ressalta-se que o balanço do segundo governo é ambíguo, pois, de um lado o crescimento permaneceu baixo e o país continuou amargando elevadas taxas de juros; por outro, houve melhora sistemática da balança comercial e do resultado em conta corrente.

Contudo, em ambos os casos pudemos perceber a dificuldade do Brasil em modificar a estrutura de juros e aumentar a taxa de crescimento da economia, como vemos no gráfico abaixo, manteve-se em níveis singelos, ora acentuado, ora desacelerado, demonstrando uma quase estagnação da economia.

Quanto às taxas de juros, esta foi responsável por grande parte dos estrangulamentos na economia, uma vez que se tornou intrínseca às políticas econômicas, tão enraizada como estava a inflação antes do Real, em que os agentes, a sociedade como um todo aprendeu a conviver e lidar com sua existência, aprendendo a conviver consequentemente com a um setor público fragilizado. O problema central foi eliminado: a inflação, e a partir disso, novas armadilhas surgiram também.

Gráfico 5

Produto Interno Bruto 1994-2002



Fonte: Banco Central do Brasil

4. Considerações finais

Uma das características básicas do governo FHC foi a existência de momentos ora acelerados, ora desacelerados da economia. Em grande medida, foi a tríplice política a responsável por esses resultados embora esses instrumentos não tenham conseguido reverter a vulnerabilidade externa e a fragilidade do setor público e, portanto, não contribuíram para a retomada do crescimento sustentado.

Podemos dizer que da adoção do Real até o final do segundo mandato de FHC tivemos dois momentos distintos na economia brasileira quanto à política econômica. O primeiro deles compreende a sobrevalorização que decorreu da utilização âncora cambial, a partir da qual foi necessário manter as taxas de juros em patamares elevados atraindo, destarte maior fluxo de capitais externos.

Depois de uma conjuntura recessiva-estagnacionista no fim do primeiro governo FHC, a estrutura de câmbio, sistema monetário e de ajuste fiscal foram modificados. Dessa forma, o segundo momento relaciona-se ao novo regime cambial, com flutuações que permitiam certa desvalorização dando assim, maior competitividade aos produtos brasileiros, o que induziu a melhora na balança comercial. Além disso, a adoção do regime de metas de inflação com a finalidade de ser referência quanto à inflação futura, ajudando a controlar os possíveis avanços dos preços, ao mesmo tempo em que se garantia que o governo buscava alcançar superávits primários, mostrou-se capaz de estabilizar a relação dívida pública/PIB.

A escolha da política econômica é essencial para evitar estrangulamentos. A condução do Plano Real foi ela mesma então, a responsável pela armadilha que impediu o crescimento, através dos mecanismos de restrição ao crédito e da elevação necessária das taxas de juros. Quando a sobrevalorização cambial existe, o país passa a financiar o déficit do governo através do déficit em conta corrente, piorando rapidamente a situação externa. O governo se vê obrigado a restringir as atividades produtivas. Por outro lado, se a produção estava em movimento expansivo, o produto crescia concomitantemente ao crescimento das importações, ficando as exportações estranguladas pelo câmbio sobrevalorizado. Assim, o aumento do produto aumentava por sua vez o déficit em conta corrente, diminuía a poupança interna e provocava um *trade off* entre manter esta política e promover estagnação ou modificar a conjuntura e possibilitar crescimento.

Por isso, para que o crescimento fosse retomado deveria haver um esforço para obtenção de poupança interna e também, de investimentos (principalmente em infra-estrutura). Todo esse mecanismo que restringe o crescimento do produto ocasiona um crescimento no estoque de desempregados, com um custo social brutal, como pudemos ver. Uma alternativa seria impulsionar o crescimento juntamente à retomada do ritmo de crescimento da oferta de mão de obra, via crescimento das exportações, contanto que as taxas de juros tivessem uma redução tal que diminuísse o peso do déficit público sobre o Estado, trilhando um caminho diferente do que se optou no Brasil de FHC.

Os conseqüentes impactos negativos do Plano sobre a estrutura e dinâmica da ocupação durante os dois governos estão relacionados com a natureza das políticas de âmbito macroeconômico e institucional e seus eixos centrais: a abertura comercial desordenada, contenção do crescimento econômico, desregulamentação econômica e financeira, desmantelamento do aparelho de Estado.

Apesar de ter o segundo mandato obtido melhores resultados em suas contas externas, a política econômica sustentada não evitou que, com a condição externa desfavorável, os sucessivos desequilíbrios no balanço de pagamentos deixassem de acontecer, até porque a própria estrutura de taxa de juros, um dos elementos fundamentais naquilo que chamamos de armadilha manteve-se inalterada. E mesmo assim, as crises internas se fizeram presentes em 1999 e 2001.

Com isso, conclui-se que, embora o programa de estabilização aplicado seja reconhecido como vitorioso em termos de inflação, ele favoreceu um ciclo vicioso de dependência e fragilidades, que impediu não somente o crescimento econômico, mas também a eliminação de problemas sociais, impostos pelo alto desemprego, pela mudança do papel do Estado e ainda, pelo novo ideário do Consenso de Washington. É com vistas a esse cenário que o partido de FHC perdeu as eleições seguintes e a economia se deparou com uma nova trajetória internacional e nacional, liderado por Lula.

5. Referências Bibliográficas

ANTUNES, D. **O Brasil dos anos 90: um balanço**. Leituras de Economia Política, Campinas, v.9, dezembro de 2001.

ARIDA, P. **Reajuste salarial e inflação**. Pesquisa e Planejamento Econômico, Rio de Janeiro, v. 12, nº.2, p. 311-342, ago.1982

BACHA, E. **O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro**. Revista de Economia Política, v. 14, nº1, janeiro/março de 1994.

BACHA, E. **Plano real: uma segunda avaliação**. In: IPEA/CEPAL. **O plano real e outras experiências internacionais de estabilização**. Brasília, 1997.

BARBOSA, F. de H. **A Estabilização Inacabada**. In: **Revista Conjuntura Econômica**. Rio de Janeiro, v. 57, n. 1, p.14-16, janeiro 2003.

BARI, M.L. **Três anos de Plano Real: uma reflexão sobre a política econômica no contexto da globalização**. In: MERCADANTE, A (org.). **O Brasil pós – Real: a política econômica em debate**. 1 ed. Campinas, SP: Instituto de Economia Unicamp. IE, 1998.

BARROS, J.R e GOLDENSTEIN, L. **Avaliação do Processo de reestruturação industrial brasileiro**. Revista de Economia Política, 66, v.17, n °2, abril/junho de 1997.

BATISTA JR, P. N. **Dolarização, Âncora cambial e Reservas internacionais**. Revista de Economia Política, 51, v.13, nº 3, julho/setembro de 1993.

BATISTA JR, P. N. **O Plano Real à luz das experiências Mexicana e Argentina**. Estudos Avançados, nº. 28, setembro/dezembro de 1996.

BRESSER, L.C. **A economia e a política do Plano Real**. Revista de Economia Política, v. 14, nº4, outubro/ dezembro de 1994.

BRESSER, L.C. **A inflação decifrada**. Revista de Economia Política, v. 16, nº4, outubro/ dezembro de 1996.

BRESSER, L.C. **Macroeconomia da estagnação: crítica da ortodoxia convencional no Brasil pós-1994**. São Paulo: Editora 34, 2007.

CARNEIRO, R. **Desenvolvimento em crise – A economia brasileira no último quarto do século XX**. São Paulo: UNESP/IE- Unicamp, 2002. Cap.10, p.357- 400.

CARVALHO, F.C. **Reforma monetária, indexação generalizada e o plano de estabilização**. Revista de Economia Política, v. 14, nº2, abril/junho de 1994.

CARVALHO, F. C. **Estabilização, ancoragem de preços e política de rendas**. *Novos Estudos CEBRAP*, n.41, mar. 1995.

CARVALHO, C. E. **Finanças públicas e estabilização no Plano Real: uma reinterpretção**. In: Anais do IX Encontro Nacional de Economia Política, Uberlândia, 2004.

CASTRO, A.B. A reestruturação industrial Brasileira nos anos 90. Uma interpretação. Revista de Economia Política, 83, v. 21, nº3, julho/setembro de 2001.

CASTRO, L. **Privatização, abertura e desindexação: a primeira metade dos anos 90 (1990- 1994)**. In: GIAMBIAGI, F [et al.] (org.). *Economia brasileira contemporânea*. 6.ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

COUTINHO, L e BELLUZZO, L.G. **Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas**. *Economia e Sociedade*, nº 7, dezembro de 1996.

EICHENGREEN, B. **A Globalização do Capital: uma história do Sistema Monetário Internacional**. São Paulo: Editora 34, 2000.

ERBER, F. e CASSIOLATO, J.E. **Política industrial: teoria e prática no Brasil e na OCDE**. Revista de Economia Política, 66, v.17, nº2, abril/junho de 1997.

FRANCO, G. **O plano real e outros ensaios**. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995.

FILGUEIRAS, L. **História do plano real: fundamentos, impactos e contradições**. São Paulo: Boitempo, 2006.

GIAMBIAGI, F. **Estabilização, reformas e desequilíbrios macroeconômicos: os anos FHC (1995-2002)**. In: GIAMBIAGI, F [et al.] (org.). Economia brasileira contemporânea. 6.ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

GONÇALVES, R. **Desestabilização macroeconômica e incertezas críticas: o governo FHC e suas bombas de efeito retardado**. In: MERCADANTE, A (org.). O Brasil pós – Real: a política econômica em debate. 1 ed. Campinas, SP: Instituto de Economia Unicamp. IE, 1998.

GRASEL, D. **Brasil: Plano Real e a Estabilização Econômica Inacabada**. Revista Informe GEPEC, ano 9, nº 1, janeiro de 2005.

GREMAUD, A [et al]. **Economia brasileira contemporânea**. 7.ed. São Paulo : Atlas, 2007.

IPEADATA. Disponível em: <www.ipeadata.gov.br>.

KREGEL, J.A. (1999). **Was There an Alternative to the Brazilian Crisis?** Brazilian Journal of Political Economy, 19 (3): 23-38, July-September.

LEMOS, M. T. Considerações sobre o Programa Social do Governo Fernando Henrique Cardoso. **Mimeo: <http://crab.rutgers.edu/~goertzel/MariaLemos.doc> Acesso em 13/03/2011.**

LOPES, F. **O mecanismo de transmissão de política monetária numa economia em processo de estabilização: notas sobre o caso do Brasil**. Revista de Economia e Política, 67, v. 17, nº 3, julho/setembro de 1997.

LOPREATO, F. L. **Novos Tempos: Política Fiscal e Condicionalidades Pós 80**. Revista de Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, v.8 n ° 1, janeiro/ junho de 2004.

MANTEGA, G. e VANUCHI, P.(orgs.) **Custo Brasil: mitos e realidade**. 2ª.ed. Petrópolis, RJ: Vozes, 1997.

MARQUES, M. S. **O plano cruzado: teoria e prática**. Revista de Economia Política, v. 8, nº 3, julho/setembro de 1988.

MERCADANTE, A. **Plano Real e neoliberalismo tardio**. In: MERCADANTE, A (org.). O Brasil pós – Real: a política econômica em debate. 1 ed. Campinas, SP: Instituto de Economia Unicamp. IE, 1998.

MONTAGNER, D. **Estabilização e desenvolvimento no plano real: combate à inflação, reestruturação produtiva e recuperação da moeda nacional**. In: Revista Urutágua nº 20. Janeiro/Abril de 2010

NETTO, A.D. **O Plano Real e a armadilha do crescimento econômico**. In: MERCADANTE, A (org.). O Brasil pós – Real: a política econômica em debate. 1 ed. Campinas, SP: Instituto de Economia Unicamp. IE, 1998.

NETTO, J. P. **FHC e a política social: um desastre para as massas trabalhadoras**. In: LESBAUPIN, I. (org.) *O desmonte da nação. Balanço do governo FHC*. Petrópolis: Vozes, 1999.

NOZAKI, W. **Crise monetária e ciclo inflacionário no Brasil: as décadas de 1980 e 1990**. Leituras de Economia Política, Campinas, São Paulo, v. 16, junho de 2010, p. 139-159.

OLIVEIRA, G. **Brasil Real: Desafios da pós-estabilização na virada do milênio**. 2.ed. São Paulo: Mandarin, 1996.

PAULA, L.F e JUNIOR, A. J. **Fragilidade financeira externa e os limites da política cambial no Real**. Revista de Economia Política, v. 19, nº1, janeiro/março de 1999.

PAULANI, L e BRAGA, M. **A nova contabilidade social: uma introdução à macroeconomia**. 3.ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

RAMOS, A.P. **A política fiscal do Plano Real e o ajuste fiscal para 1999/2001**. Revista de Economia Política, 84, v.21, nº 4, outubro/dezembro de 2001.

RESENDE, A.L. **O conselho da moeda: um órgão emissor independente**. Revista de Economia Política, v. 12, nº 4, outubro/dezembro de 1992.

SACHS, J. e ZINI JR., A. **A inflação brasileira e o “Plano Real”**. Revista de Economia Política, v. 15, nº2, abril/junho de 1995.

SANTOS, B. **A globalização e as ciências sociais**. 2 ed. São Paulo: Cortez, 2002.

SAYAD, J. **Observações sobre o Real**. In: MERCADANTE, A (org.). O Brasil pós – Real: a política econômica em debate. 1 ed. Campinas, SP: Instituto de Economia Unicamp. IE, 1998.

SCHWARTSMAN, A. **A crise cambial e o ajuste fiscal**. Revista de Economia Política, vol. 19, nº 1, janeiro/março de 1999.

SICSÚ, J. **A URV e sua função de alinhar preços relativos**. Revista de Economia Política, 62, v.16, nº 2, abril/junho de 1996.

SICSÚ, J. **Flutuação cambial e taxa de juros no Brasil**. Revista de Economia Política, 87, v.22, nº 3, julho/setembro de 2002.

SILVA, M.L. **Plano Real e a âncora cambial**. Revista de Economia Política, 87, v. 22, nº 3, julho/setembro de 2002.

SINGER, P. **O Plano Real: continuidade e ruptura**. In: MERCADANTE, A (org.). O Brasil pós – Real: a política econômica em debate. 1 ed. Campinas, SP: Instituto de Economia Unicamp. IE, 1998.

STIGLITZ, J. **O que eu aprendi com a Crise Mundial**. Revista de Economia Política, 79, v. 20, nº 3, julho/setembro de 2000.

TANAKA, H. **Sobre a inteligência e a vaidade: um balanço do governo Fernando Henrique Cardoso**. In: Revista de Ciências Humanas da UNIPAR. v.11, nº1. Janeiro/Março de 2003.

TAVARES, M.C. **A Economia Política do Real**. In: MERCADANTE, A (org.). O Brasil pós – Real: a política econômica em debate. 1 ed. Campinas, SP: Instituto de Economia Unicamp. IE, 1998.

WILLIAMSON, J. **Reformas políticas na América Latina na década de 80**. Revista de Economia Política, v. 12, nº 1, janeiro/março de 1992.