

**UFRRJ**  
**UNIDADE ACADÊMICA DE TRÊS RIOS**

**A Liquidez Internacional como Parâmetro para Compreender a  
Longevidade do Plano Real**

**Müller Antonio Andrade de Carvalho**

**2010**



**UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO RIO DE JANEIRO**  
**UNIDADE ACADÊMICA DE TRÊS RIOS**

**A Liquidez Internacional como Parâmetro para Compreender a**  
**Longevidade do Plano Real**

**MÜLLER ANTONIO ANDRADE DE CARVALHO**

*Sob a orientação do professor*  
Sebastião Ferreira da Cunha

Monografia submetida como requisito parcial para obtenção do grau de **Bacharel** no curso de Ciências Econômicas da UFRRJ, Unidade Acadêmica de Três Rios.

Três Rios, RJ.  
Janeiro de 2010

Dedico esta monografia a minha mãe Sandra e meu pai Dulcélio, que sempre me incentivaram a estudar e me acompanharam em minhas viagens diárias ao município de Três Rios. Agradeço, também, a minha namorada Bárbara pela paciência que teve comigo durante todo esse período de estresse.

Agradeço ao Professor Sebastião, que me acompanhou durante toda a monografia, orientando, explicando, dando sugestões e indicando textos para leituras.

"Se não puder se destacar pelo talento, vença pelo esforço."

Dave Weinbaum

## RESUMO

Durante a segunda metade do século 20, o Brasil foi o país com maior inflação em todo o mundo. Essa difícil trajetória só foi interrompida em 1994, quando se obteve controle do nível das taxas de inflação. Ao analisar os altos índices de inflação, ocorridos no Brasil nos anos de 1980 e 1990, pretende-se identificar os motivos pelos quais a tornaram tão elevada, assim como o diagnóstico tomado para a resolução do problema pelos governantes da época e o motivo de seus fracassos, e, enfim, identificar como se foi possível controlar os preços em 1994. Para atingir o propósito desta dissertação, busca-se responder às seguintes perguntas: Quais as causas que fizeram com que as taxas de inflação se elevassem, chegando a hiperinflação, nos anos de 1980 e 1990? Quais os diagnósticos tomados pelos Planos de Estabilização Econômica criados na época? Quais os motivos de seus fracassos? Por que os preços foram controlados em 1994? Acredita-se que a liquidez internacional teve papel relevante para a permanência do Plano Real, diferentemente do que ocorreu nos planos anteriores e do que pensa a ortodoxia econômica.

## SUMÁRIO

|                          |    |
|--------------------------|----|
| <b>Resumo</b> .....      | 05 |
| <b>Introdução.</b> ..... | 08 |

## CAPÍTULO I

|                                                                                     |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>A estreita relação entre a economia brasileira e o resto do mundo.</b> . . . . . | 11 |
| 1. Introdução. ....                                                                 | 11 |
| 2. A crise do Fordismo. ....                                                        | 12 |
| 3. Da crise da dívida externa a implantação do Neoliberalismo no Brasil. ....       | 13 |
| 4. O Neoliberalismo. ....                                                           | 21 |
| 5. O Governo Collor. ....                                                           | 23 |
| 6. O Plano Real. ....                                                               | 25 |
| 6.1. Consenso de Washington. ....                                                   | 26 |
| 6.2. A indexação da moeda. ....                                                     | 27 |
| 6.3. O Plano Cruzado como experiência. ....                                         | 28 |
| 6.4. Medidas Operacionais do Plano. ....                                            | 29 |
| 7. Panorama Internacional. ....                                                     | 31 |

## CAPÍTULO II

|                                                                                                                  |    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>Mapeamento do debate teórico sobre diagnóstico e soluções para os problemas econômicos brasileiros.</b> ..... | 38 |
| 1. O debate geral. ....                                                                                          | 38 |
| 1.1. Existe uma relação direta entre déficit público e inflação? .....                                           | 43 |

|                                                    |    |
|----------------------------------------------------|----|
| 1.2. A relação entre déficit público e juros. .... | 50 |
|----------------------------------------------------|----|

### **CAPÍTULO III**

|                                                                                    |           |
|------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Liquidez internacional, Políticas de câmbio e Vulnerabilidade externa. ....</b> | <b>53</b> |
|------------------------------------------------------------------------------------|-----------|

|                                                      |    |
|------------------------------------------------------|----|
| 1. A âncora cambial e a liquidez internacional. .... | 53 |
|------------------------------------------------------|----|

|                                |           |
|--------------------------------|-----------|
| <b>Notas Conclusivas. ....</b> | <b>61</b> |
|--------------------------------|-----------|

|                                         |           |
|-----------------------------------------|-----------|
| <b>Referências Bibliográficas. ....</b> | <b>64</b> |
|-----------------------------------------|-----------|

## **Introdução**

No final dos anos de 1970, com a elevação da taxa de juros americana e a ruptura do sistema Bretton Woods, os Estados Unidos sugaram toda a liquidez internacional, gerando uma recessão mundial. O reflexo dessa medida para economia brasileira foi de redução das reservas internacionais em nossa balança comercial e forte endividamento externo. Assim, o Brasil cai em uma profunda crise. As desvalorizações cambiais aumentavam o preço interno em razão das importações e aceleravam a inflação. Desse modo, o Brasil passou por uma década inteira de estagnação com sucessivas criações de Planos de estabilização Econômica. Essa década ficou conhecida como a “década perdida”.

No final dos anos 1980 e início dos 90, a realidade internacional reverteu-se para um excesso de liquidez, na qual países emergentes, como o Brasil, criavam medidas para atraí-los. Com isso, o Brasil conseguiu multiplicar suas reservas e se apoiar em uma política de câmbio, conhecida como “âncora cambial”, para controlar o nível geral de preços. A argumentação central deste estudo caminha no sentido de mostrar a relevância desta liquidez internacional para a manutenção por um período considerável de um plano econômico que dependeu – e depende – da fluidez dos recursos em moeda internacional para a estabilidade do balanço de pagamentos.

Como se verá no primeiro capítulo, desde o fim dos anos de 1970, com a elevação das taxas de juros norte-americanas e o segundo choque do petróleo, o Brasil passou por um período de grande instabilidade econômica, expressa em forma de elevadas taxas de inflação ou com problemas no câmbio. A explicação do FMI para a crise era de que os países emergentes, como o Brasil, consumiam além de sua capacidade produtiva, obrigando o aumento de importações, consequentemente, o déficit em transações correntes. Com isso, o Brasil deveria reduzir, segundo FMI, a demanda interna através do controle das necessidades de financiamento do setor público, elevação das taxas de juros, além das

desvalorizações cambiais. Dessa forma, o que se viu foi uma aceleração inflacionária impulsionada pelo aumento dos produtos importados, visto que, a moeda nacional estava desvalorizada. Os impactos destas políticas deram origem a muitos planos de estabilidade econômica, na década de 1980, porém, todos fracassados.

Com o pensamento de que problema inflacionário consistia em razão do déficit público, ou seja, que o aumento das taxas de inflação era causado pela expansão da oferta de moeda utilizada pelo Banco Central como forma de monetizar os déficits orçamentários. O Governo criou planos com choques heterodoxos, nos quais, tinham como principais medidas o congelamento geral de preços e ajustes fiscais. Porém, o que se viu, foram sucessivos fracassos levando ao total descrédito as novas tentativas heterodoxas da mesma natureza, principalmente o congelamento de preços.

Os anos de 1990 ficaram marcados pela excessiva liquidez no mercado financeiro internacional, na qual passou a disponibilizar recursos crescentes, devido às altas taxas de juros praticadas, aos países latino-americanos. Nesse contexto, o Brasil multiplicou suas reservas cambiais, na qual pôde executar seu programa de estabilização econômica, o Plano Real, e utilizar o câmbio como âncora nominal, introduzindo forte pressão estabilizadora no nível geral de preços.

O objeto de estudo da monografia é mostrar que a excessiva liquidez internacional, apresentada no final dos anos de 1980, proporcionou que o Brasil aumentasse suas reservas, viabilizando, no Plano Real, a estabilidade dos preços através da “âncora cambial”, que possibilitou a entrada de bens importados no país, aumentando a competitividade e forçando uma redução dos preços, substituiu outras âncoras como metas de inflação e agregados monetários, determinou uma maior integração entre o mercado

financeiro nacional e internacional e deu uma melhor visão aos investidores quanto aos títulos da dívida e ativos nacionais.

Dessa forma, dividimos a pesquisa em mais quatro sessões. Na primeira, apresentaremos como se originou a dívida externa, a implantação dos planos de estabilização econômica no Brasil nas décadas de 1980 e 1990 e o processo de inserção brasileira no mercado financeiro internacional; na segunda sessão faremos uma discussão teórica, na qual mostraremos o diagnóstico de como os autores ortodoxos viam o problema inflacionário e como, na verdade, se obteve o controle dos preços no Brasil; na terceira sessão mostraremos a importância da “âncora cambial”, viabilizado graças à liquidez internacional, no Plano Real e a questão da vulnerabilidade externa; na última sessão apresentaremos as notas conclusivas, apontando, sinteticamente, os motivos para o início da crise inflacionária no Brasil, os diagnósticos tomados pelas diferentes linhas de pensamentos, que se destacaram na época, sobre a inflação, as causas dos insucessos dos planos de estabilização econômica, criados na década de 1980 e 1990, e como se conseguiu controlar os preços em 1994.

## CAPÍTULO I

### A estreita relação entre a economia brasileira e o resto do mundo

#### 1. Introdução

O Brasil, historicamente, tem sido dependente do capital externo, com ciclos de maior ou menor crescimento da dívida, como entre 68 e 73, na qual se tinha um elevado grau de liquidez internacional no mercado de eurodólares. No entanto, segundo Belluzzo<sup>1</sup> e Barbosa<sup>2</sup>, no ano de 1979, teve início o esgotamento desse padrão de financiamento externo que sustentou as economias em desenvolvimento, como a brasileira, por mais de uma década. Isso porque os Estados Unidos, após a crise do fordismo, elevaram suas taxas de juros na tentativa de fortalecer o dólar que estava enfraquecido e controlar a inflação, quebrando uma das colunas do sistema de Bretton Woods, com intuito de restituir a sua hegemonia. Como consequência dessa medida, **os Estados Unidos sugaram a liquidez internacional, valorizando sua moeda e gerando uma recessão mundial**, no início dos anos 80. O que, para os países latino-americanos, significou uma grande crise econômica, com hiperinflações e baixo crescimento.

Assim, o que se viu no Brasil, a partir dos anos 1980, foram sucessivos planos de estabilização econômica de caráter ortodoxo e heterodoxo, com intuito de controlar as taxas inflacionárias. Entretanto, com a situação internacional desfavorável e impossibilidade de novos empréstimos, não foi possível controlar a inflação brasileira.

A situação se alterou no final dos anos de 1980 e início dos 1990 e o período ficou marcado pelo aumento da liquidez internacional e a inserção brasileira, com a adoção das

---

<sup>1</sup> BELLUZZO, Luiz G. *Plano Real: do sucesso ao impasse*. Economia Aplicada, V.3, N. Especial, p. 79-93, 1999.

<sup>2</sup> BARBOZA, P. A. *Mudanças Principais da Política Cambial Brasileira nos anos 80 e 90*. Campinas, dezembro/1996.

políticas aconselhadas pelo Consenso de Washington, inicialmente com o Governo Collor e, futuramente, com o Governo FHC, no mercado financeiro internacional. Desse modo, o Brasil conseguiu multiplicar suas reservas, passando de US\$ 8 bilhões em 1989 para US\$ 40 bilhões no momento da implantação do Plano Real. Essa realidade faz parte de mudanças significativas que ocorreram no mundo capitalista, surgidas a partir da crise de um modelo de acumulação, o chamado fordismo.

## **2. A Crise do Fordismo**

No início da década 70, após um período longo de crescimento, iniciou-se uma grave crise econômica dos países capitalistas centrais, na qual se expressou, em forma de aceleração das taxas de inflação, na redução da produtividade e dos níveis de crescimento, na elevação dos déficits públicos e no aumento do desemprego. Era o fim de um padrão de desenvolvimento capitalista, surgido na indústria automobilística dos EUA e expandido, no pós-guerra, para Europa, e que ficou conhecido como fordismo.

De acordo com Filgueiras<sup>3</sup>, a crise do fordismo não significou apenas a crise de um padrão de acumulação de capital, nem a crise de um padrão de organização da produção. Ela foi, com todas as conseqüências daí advindas, a crise de um determinado “modo de vida”, a quebra de um pacto social, caracterizado pela busca do “pleno emprego”, por estabilidade no trabalho e por amplas garantias sociais. É justamente desse “modo seguro de se viver”, construído entre a Segunda Guerra Mundial e o início dos anos 70, que tem origem o profundo “mal-estar” específico deste final de século, levando à derrocada de governos e partidos social-democratas, além de, no âmbito microeconômico, demonstrar lento crescimento e queda de produtividade do trabalho.

---

<sup>3</sup> FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. *História do Plano Real: fundamentos, impactos e contradições*. Boitempo Editorial, São Paulo. 2000.

Além disso, a crise agravou a disputa distributiva entre lucros/salários, manifestando-se, no plano macroeconômico, através da elevação da inflação, uma vez que o capital, já não mais aceitando a elevação do salário real, começou a repassar aos preços dos produtos todo aumento de custo daí derivado. Adicionalmente, a desaceleração do crescimento dos mercados consumidores, motivada pelo esgotamento do processo de difusão do padrão de consumo americano, também se constituiu em uma das causas essenciais da crise, uma vez que levou à redução dos níveis de investimento.

Do ponto de vista fiscal e do financiamento do Estado, a situação também se agravou, visto que a desaceleração do ritmo de crescimento econômico, por um lado, diminuiu a capacidade de tributação do Estado, comprometendo as suas receitas; e, por outro, aumentou os seus gastos, em razão do crescimento do desemprego. O resultado final se expressou em elevados déficits públicos, que acabaram, também, impulsionando a elevação dos preços e colocando em dúvida as bases de sustentação *Welfare State* (*Estado de bem-estar social*, ou seja, é um tipo de política que coloca o Estado como protetor ou defensor social e organizador da economia). As teses liberais ressurgiram das cinzas com impulso considerável, e os acordos e pactos firmados no pós-guerra passaram a dar lugar a outra lógica, rompendo com o padrão de vida baseado no bem-estar social. Em nível internacional, os impactos do rompimento de Bretton Woods foram desestabilizadores.

### **3. Da crise da dívida externa a implantação do Neoliberalismo no Brasil.**

A crise da dívida externa, originada no final da década de 70 com o aumento da taxas de juros como forma de controle da inflação norte-americana e o rompimento do acordo realizado em Bretton Woods, teve um efeito perverso para os países latino-americanos, causando um descontrole inflacionário e controle das importações, supervisionados pelo FMI.

Segundo Paulo Nogueira<sup>4</sup>, o endividamento dos países da América Latina, se entende da seguinte forma: (i) a marginalização do endividamento nos programas de ajuda externa nos tempos de guerra fria; e (ii) a falta de perspectivas de expansão das exportações, devido ao crescente protecionismo dos países desenvolvidos e da persistência dos termos de intercâmbio; a América Latina se via obrigada a financiar seus desequilíbrios comerciais e seu próprio desenvolvimento através de apelo ao mercado privado de capitais. Como se passava por uma situação de liquidez internacional, beneficiada pelos “petrodólares”, os países latino-americanos correriam pouco risco de crise, se não fosse a questão da taxa flutuante de juros.

Como os demais países da região, o Brasil apostou na solidez da ordem econômica mundial, na qual se baseava na estabilidade do dólar, das taxas de juros e na garantia do petróleo a baixo custo, das multinacionais que operavam no Oriente Médio sob proteção dos Estados Unidos. A desvalorização do dólar e o choque dos novos preços do petróleo refletiram como redução das reservas internacionais em nossa balança comercial, porém ainda se acreditava que o sistema econômico internacional pudesse oferecer segurança e previsibilidade.

Entretanto, antes mesmo da primeira crise do petróleo, a América Latina já se via endividada. Após a elevação da taxa de juros sobre o dólar, que servia como combate à inflação, uma política fiscal frouxa do governo norte-americano e, como já visto, empréstimos feitos a taxas de juros flutuantes, os países latino-americanos se viram na impossibilidade de honrar o serviço de suas dívidas externas, serviço que passou a requerer, em média, mais de 80% de suas receitas de exportação. Assim,

---

<sup>4</sup> BATISTA, P. N.. *Consenso de Washington: a visão neoliberal dos problemas latino-americanos*. São Paulo, 1994.

“as autoridades de supervisão bancária dos Estados Unidos passariam, com a crise da dívida latino-americana, a uma atitude de inflexível cobrança do respeito às normas de regulação da atividade bancária a fim de restabelecer antes de tudo a solvência do sistema. Ainda que isso significasse, como significou, severo ônus para os países devedores.” (Batista, P. N. (1994))

O pagamento dos juros se daria através da redução das importações dos devedores, mediante a queda da demanda inerente aos programas de ajuste recessivo, recomendado e supervisionado pelo FMI.

Ao ser instrumentado sob a supervisão do FMI, os mercados latino-americanos teriam um sensível fechamento. No caso do Brasil, o grau de abertura da economia passaria de 10 para 5% do PIB. Os países da América Latina, inclusive o Brasil, se depararam com a perda de uma considerável parcela de sua autonomia de decisão na formulação e execução da política macroeconômica, com a estratégia de refinanciamento da dívida.

De acordo com Luiz Filgueiras (2000), do ponto de vista técnico-econômico, a explicação do FMI quanto à crise era de que os países periféricos estavam em dificuldades por que consumiam além de suas capacidades produtivas, isso os obrigava a importar a diferença entre o consumo e produção. Com isso, se aumentava o déficit em transações correntes e, por consequência, o endividamento externo, como forma de equilibrar os seus balanços de pagamentos.

Assim, a recomendação, que ficou conhecida como o “ajuste monetário do balanço de pagamentos”, era baseada, essencialmente, na redução de demanda interna, principalmente os gastos do governo, possibilitando, assim, com a queda da atividade econômica, uma diminuição das importações. Este processo era feito através do controle das necessidades de financiamento do setor público e da elevação das taxas de juros. A política cambial das moedas nacionais estimulava a exportação, na qual sustentava

juntamente com arrocho salarial e os subsídios creditícios e fiscais, uma espécie de competitividade de seus produtos.

Ainda segundo Luiz Filgueiras (2000), o objetivo final desta política era a geração de superávits nas balanças comerciais dos países periféricos, que possibilitaria compensar os déficits históricos e estruturais da balança de serviços, dispensando a entrada de novos recursos e pagando parte do principal de suas dívidas.

O resultado desses processos para o Brasil foi um período de estagnação que durou quase toda a primeira metade da década de 80. Este fato se deu, pois a realidade do Brasil era bem diferente da descrita pelo FMI. Na verdade, sua capacidade de produzir já estava muito abaixo do seu potencial pleno quando se iniciou a crise da dívida, e isso gerou um efeito perverso sobre a atividade econômica, o emprego e a renda, quando adotou-se uma política de redução interna, aconselhada pelo FMI, seguida pelo Governo brasileiro como recurso para redução das importações.

As desvalorizações cambiais, além de elevarem os preços internos em razão do encarecimento das importações, também estimularam a aceleração inflacionária. Isso ocorreu por indução de um comportamento defensivo de todos os agentes econômicos, que buscam indexar o seu rendimento, direta ou indiretamente, ao dólar, de acordo com seu respectivo poder de mercado e de negociação.

Ainda segundo Filgueiras (2000), a dívida pública também cresceu em função da política de obtenção de grandes superávits comerciais; os sucessivos governos compravam os dólares dos exportadores, em última instância, com a emissão de títulos do Tesouro Nacional ou do Banco Central, com taxas de juros elevadas e prazos de resgate cada vez menores, ampliando, dramaticamente, a famosa “ciranda financeira” que desestruturou as finanças públicas.

Os impactos destas políticas, sentidos durante toda a década de 80, deram origem a muitos planos de estabilização econômica, a começar pelo Plano Cruzado. O equilíbrio do balanço de pagamentos e o pagamento da dívida externa se fizeram necessários para estabilização da estrutura do Estado, da inflação e do emprego.

Para Filgueiras (2000), havia três linhas de pensamentos sobre a inflação: os ortodoxo-monetaristas, “os inercialista” e os estruturalistas/pós-keynesianos. Vejamos a seguir, resumidamente, suas idéias sobre a inflação:

- a) ortodoxo-monetarista: seu diagnóstico associava a inflação à existência de pressões sem controle da demanda, em particular, aquelas causadas pelo déficit público e da indexação da economia, que alimentava a batalha entre lucros e salários. A solução, neste caso, seria a aplicação de choques ortodoxos, na qual se caracterizava a severa austeridade monetária e cortes nos gastos públicos, que levariam a economia a se desindexar, a partir do aprofundamento da recessão e do desemprego e do acirramento da concorrência.
- b) “inercialistas”: estes, por sua vez, defendiam a idéia de que na ausência de choques de demandas e oferta, a inflação poderia persistir num processo de indexação, formal ou mesmo informal. Nessas condições, a memória do passado se constituiria na causa da inflação, ou seja, a inflação passada determinaria a inflação presente, independentemente das expectativas, já que formadores de preços não levariam em conta a perspectiva futura. Como solução, era recomendado a aplicação de choques heterodoxos que apagariam essa memória de tal forma que se mudaria o comportamento dos agentes econômicos no processo de formação de preços, extinguindo a inflação inercial.
- c) estruturalista/pós-keynesianos: o argumento partia da constatação de que a

quebra do padrão monetário internacional, com o término da conversibilidade do dólar no início dos anos 70, provocou uma grande instabilidade nos mercados financeiro e de câmbio, que se difundiu aos mercados de bens e serviços, especialmente, o de commodities. A grande instabilidade dos contratos de produção e dívidas no período de produção levou as alterações nas condições de formação de preços. Assim, uma margem de lucro fixa já não garantia mais uma taxa normal de rentabilidade, o que implicou um comportamento defensivo por parte dos oligopólios. Desse modo, as margens de lucro desejadas tornaram-se flexíveis para cima, levando a aceleração da inflação.

Nessa última concepção, portanto, o causador da inflação brasileira não era a “memória do passado”, mas sim o “medo do futuro”. Do ponto de vista estrutural, as dívidas externa e interna enfraqueciam financeiramente o Estado e aumentavam as pressões inflacionárias, principalmente em uma economia já bastante oligopolizada. Por fim, as políticas de ajuste do FMI, no período, reforçavam os desequilíbrios estruturais, através do aumento das taxas de juros e do crescimento da capacidade ociosa da economia. Esta, porém, não foi a visão predominante.

Desse modo, com o anúncio e a implementação do Plano Cruzado ficou clara que se tomaria uma posição inercialista, mais precisamente, a implementação de um choque heterodoxo. Esta posição assumia o seguinte diagnóstico sobre a situação da economia brasileira.

- a) o Governo já havia alcançado o equilíbrio fiscal;
- b) os preços relativos dos bens e serviços estavam “alinhados”;
- c) os preços públicos estavam em níveis adequados;
- d) a safra agrícola tinha sido um sucesso;

- e) o câmbio não estava subvalorizado;
- f) havia um bom desempenho das exportações;
- g) o nível de reservas era considerado bom; e
- h) a disputa lucro/salário estava estabilizada.

Assim, não havia pressões de demanda e nem de oferta sobre os preços, apesar da elevada inflação, o que mostrava de forma clara a inexistência de qualquer tipo de fonte inflacionária autônoma. Portanto, segundo os autores do Plano Cruzado, a inflação brasileira era baseada, no geral, em uma inflação inercial, justificando-se, assim, a natureza do plano proposto. Com essa visão da realidade econômica do país, podia-se concluir que aquele era um bom momento para se iniciar um programa de estabilização.

Os principais pontos da reforma monetária proposta foram a criação de uma nova moeda, o Cruzado, a decretação do congelamento total de preços e rendimentos e a desindexação geral da economia. Os preços, assim como a taxa de câmbio, foram convertidos de cruzeiros para cruzado conforme os valores à vista no dia anterior ao anúncio do plano e os rendimentos conforme o valor médio da remuneração real dos últimos seis meses, acrescidos de 8% (no caso do salário mínimo, o adicional foi de 15%).

De acordo com Filgueiras (2000), os impactos gerais do programa se sentiu logo com a queda da inflação, o crescimento da demanda e o aumento da produção e do emprego. Tal como observado no período imediatamente após a adoção do Real, ocorreu uma remonetização da economia bastante rápida, influenciada pela chamada “ilusão monetária” e por taxas de juros reais baixas.

Todavia, inúmeros fatores conspiraram contra o sucesso do Plano Cruzado, a começar pelo diagnóstico acima descrito. Na verdade, o déficit público não estava sob controle e os preços não estavam alinhados na velha moeda, na qual, por definição, seria

impossível ocorrer numa economia com altas taxas de inflação e, portanto, o congelamento apenas manteve essa mesma situação na nova moeda. Isso, somado ao crescimento da demanda, implicou, em muitos setores, o esgotamento da capacidade produtiva instalada, levando ao desabastecimento dos mercados, à fuga do congelamento e ao surgimento do “ágio” nos preços.

Ainda segundo Filgueiras (2000), os problemas desse programa de estabilização decorrem tanto de equívocos teóricos quanto práticos; *os primeiros associados ao diagnóstico do caráter da inflação brasileira* e os segundos relacionados à sua administração cotidiana, como por exemplo, o aumento imediato do salário real, que provocou incompatibilidades entre as estruturas de demanda e de oferta da economia, e *uma política monetária passiva, com taxas de juros subestimadas, possibilitando a especulação com os ativos reais* e implicando na manipulação de estoques e desabastecimento, que deram origem a prática de “ágio”.

**Entretanto, a questão fundamental para o fracasso do Plano Cruzado, foi a situação internacional desfavorável, na qual os mercados financeiros permaneciam com baixa liquidez e impossibilitavam novos empréstimos aos países como o Brasil.** A redução das exportações, causada pelo crescimento da demanda interna e sobrevalorização do câmbio, conseqüentemente, a ampliação do déficit na conta de transações correntes do balanço de pagamentos, implicou a elevada redução das reservas e deixou o país a beira de uma crise cambial, desembocando na decretação de uma moratória no início de 1987 e dando um fim ao Plano. Diferentemente do Plano Real, quando havia uma quantidade considerável de reservas, acumuladas graças a liquidez internacional que se inicia no fim dos anos de 1980, capaz de manter a valorização e estabilidade cambial.

Antes disso, em 1986, tentou-se sem sucesso, remendar o Plano por duas vezes. A primeira, em julho, através da edição de um pacote fiscal com objetivo de desaquecer o consumo e manter a inflação baixa até às eleições em novembro, ficou conhecido como o “Cruzadinho” e a segunda, logo após as eleições, através do reajuste de preços públicos e aumento dos impostos indiretos, tomou o nome de Cruzado II.

Nos anos seguintes, mais duas tentativas de combate à inflação foram criadas no Brasil, o Plano Bresser em 1987 e o Plano Verão em 1989. Estes planos também tinham caráter heterodoxo e utilizaram como medida principal o congelamento geral de preços. Porém, obtiveram o mesmo fim do Plano Cruzado, levando o país a um sentimento de frustração e de total descrédito a novas políticas de cunho heterodoxo.

Dessa forma, o que se viu no final dos anos 80, foi que tanto as políticas ortodoxas quanto as heterodoxas, demonstraram ser ineficazes no combate à inflação em razão de uma série de motivos, com **especial destaque para as condições internacionais extremamente adversas**. Foi nesse ambiente de desânimo e descrença, estagnação econômica e a beira da hiperinflação que as idéias neoliberais e suas políticas encontraram campo para se desenvolver e, com as eleições de 1989, alcançaram o poder no Brasil.

#### **4. O Neoliberalismo**

Em uma visão neoliberal não são aceitas o exercício de políticas ativas por parte do Estado, sejam de forma macroeconômica, no sentido de estimular em geral a atividade produtiva e o emprego, ou como políticas setoriais e regionais. Nestes casos, segundo o neoliberalismo, o resultado final seria perverso, pois a tentativa de impulsionar a economia, através de políticas monetárias e fiscais, terminaria apenas com mais inflação sem reduzir o patamar de desemprego, enquanto o apoio a regiões e setores específicos

implicaria ineficiências e desperdícios, em virtude da distorção que provocaria no “livre” funcionamento do mercado.

De acordo com Filgueiras (2000), o objetivo maior da política econômica neoliberal é o de defender a moeda, garantindo a estabilidade dos preços e assegurar o cumprimento dos contratos e a “livre concorrência”. Esta última deve ser compatibilizada através da desregulamentação, em geral, e do mercado de trabalho, com destaque para a flexibilização das relações trabalhistas. No plano internacional, se dá através da livre mobilidade de capitais e mercadorias, com derrubada de restrições ao comércio e a livre circulação do capital financeiro.

A doutrina neoliberal ressurgiu após a crise do fordismo e chegou ao poder em 1979 e 1980, respectivamente, na Inglaterra e nos EUA, na qual se apresentou como ideologia mais adequada de sustentação e estímulo político dos processos de reestruturação produtiva e globalização, originados nos países desenvolvidos.

Ainda segundo Filgueiras (2000), as políticas neoliberais foram consolidadas pelo Consenso de Washington, cuja agenda pode ser resumida pelos seguintes pontos: combate à inflação através de planos de estabilização alicerçados na valorização das moedas nacionais frente ao dólar e na entrada de capitais especulativos; de produtos e financeiros; e, por fim, as chamadas reformas estruturais do Estado, com destaque para a privatização, e da economia, com a quebra dos monopólios estatais.

No caso do Brasil, a força dos movimentos sociais e trabalhistas, numa rota de ascensão durante toda a década de 1980, impediu a implementação da política neoliberal, que vinha a ser efetivada, a partir do Governo Collor. Pausada pela crise do *impeachment* e retomada lentamente durante o frágil Governo de Itamar Franco, foi consolidada a partir do Governo Cardoso, em especial com a abertura comercial e financeira da economia, as

privatizações e a tarefa de deslegitimação dos sindicatos e de desmoralização dos movimentos sociais.

## **5. O Governo Collor**

O governo Collor deve ser observado com atenção, pois além de implantar uma política neoliberal no Brasil, o mesmo apresentou idéias de controle do déficit e de combate à inflação. Segundo Lopreato<sup>5</sup>, seu desafio foi redefinir as políticas monetária, fiscal e cambial, recuperando graus de liberdade da política econômica. Como o câmbio não poderia ser alterado diante do risco da crise do balanço de pagamentos, o governo teve que se centrar no controle monetário e na política fiscal.

A idéia do governo era atuar na fragilidade financeira do setor público e a excessiva liquidez monetária, diagnosticado como causadores da inflação. As dificuldades do setor público causavam problemas na oferta monetária e a opção para conter a demanda se dava através da elevação das taxas de juros atrativas aos ativos financeiros. A alta taxa de juros, a indexação plena e o giro diário dos títulos garantiam a valorização da riqueza financeira, a expansão da liquidez e crescimento do estoque de moedas e títulos emitidos pelo Banco Central, influenciando os preços e alimentando a inflação.

O Plano Collor bloqueou o estoque de moedas e títulos emitidos pelo Banco Central e conseguiu um superávit fiscal capaz de conter o crescimento da liquidez monetária. A queda do estoque de ativos e a desvalorização da riqueza financeira, provocada pela prefixação dos índices de correção, cobrança de IOF e não-repasse da inflação durante o período do feriado bancário adotado no lançamento do plano, além de

---

<sup>5</sup> LOPREATO, F. Luiz. *Um olhar sobre a política fiscal recente*. Economia e Sociedade, Campinas, v. 11, n. 2 (19), p. 279-304, jul./dez. 2002.

medidas de caráter fiscal, diminuíram o custo da dívida pública e abriram caminho para o controle do déficit. Além destes, o governo manteve a valorização do câmbio real, de modo a combater o déficit público e a inflação.

No primeiro momento, houve queda brusca da inflação e desmontagem da política econômica do governo anterior. Porém, para Lopreato (2002), a grave situação do saldo comercial e os problemas na renegociação da dívida externa criaram uma situação de adversidade no balanço de pagamentos. **A deterioração do balanço de pagamentos, na falta de um fluxo regular de capitais, encaminhou o câmbio a uma desvalorização para recuperar o saldo comercial e evitar uma crise externa.**

Apesar do bom momento do setor público em 90, o Brasil voltou a viver expectativas inflacionárias causadas pela deterioração do balanço de pagamentos. Mesmo assim, a expectativa era de continuidade dos superávits primários e os baixos níveis de déficit operacionais, ao lado da redução do estoque da dívida pública. A volta do pagamento da dívida externa e o movimento da política monetária voltaram a colocar o câmbio e os juros como pontos principais na formação dos preços. Com a redução dos lucros e as perdas, causadas pelo bloqueio dos ativos financeiros, os agentes econômicos dependiam do câmbio e dos juros para formar seus preços.

Dessa forma, a situação de adversidade no balanço de pagamentos implicou em uma desvalorização do câmbio e impediu que se obtivesse êxito no controle da inflação. Assim, o Brasil muda mais uma vez seu governo e com ele um novo plano. Entretanto, com o Plano Collor poderíamos tirar uma grande lição, a que entre 90 e 93 o Brasil obteve bons resultados com o setor público, mantendo superávits primários em todos os anos, o que não evitou o crescimento da inflação, colocando em questão o vínculo entre o déficit público e a inflação.

## 6. O Plano Real

Com a volta da hiperinflação, foi lançado mais um plano de estabilização econômica, o Plano Real, que passou por três fases: O Programa de Ação Imediata (PAI), a criação da URV (Unidade Real de Valor) e a implantação de uma nova moeda, o Real.

De acordo com Filgueiras (2000), a implantação do Plano Real pode ser constituída de duas vertentes. Um, pode ser chamado de “Consenso de Washington”, na qual mostrou aos países latino-americanos os novos caminhos da estabilização e do desenvolvimento, que se desenvolveria a partir de três movimentos: o Liberalismo, a Reestruturação Produtiva e a Globalização.

**O início dos anos 90 ficou marcado por uma crise internacional de excesso de liquidez**, que implicou desvalorizações sucessivas do dólar, frente ao marco e o iene. Nestas condições, os países emergentes se viram obrigados a inverter suas políticas cambiais e passaram a receber recursos externos de curto prazo: de exportadores líquidos de capitais, passam a importadores de “poupança externa”. Assim se desenvolveu o processo de abertura comercial e de desregulamentação financeira e cambial, na América Latina.

Ainda segundo Filgueiras (2000), todos os planos de estabilização econômica criados na América Latina seguem uma linha parecida com a do Consenso de Washington. Seus roteiros eram sempre os mesmos: combate à inflação, através da dolarização e valorização da moeda doméstica, juntamente com ênfase na necessidade do ajuste fiscal. Além desses, a realização de reformas do Estado, como privatizações e seguridade social, a desregulamentação dos mercados e liberalização financeira e comercial. Dessa forma, o Consenso de Washington pode ser visto como resultado do processo de globalização financeira.

## 6.1. Consenso de Washington

Em 89, funcionários do governo americano e economistas acadêmicos da América Latina reuniram-se em Washington, com o objetivo de avaliar as reformas que já ocorriam na região latino-americana e criar oportunidade de orientação das ações das entidades com papel importante no processo. Nesta reunião registrou um amplo consenso sobre a excelência das reformas iniciadas ou já realizadas na região, com exceção do Brasil e Peru. Assim, suas principais conclusões foram batizadas de Consenso de Washington, na qual ratificaram as bem sucedidas reformas e políticas macroeconômicas que vinham sendo adotadas. Podemos ver a seguir algumas orientações feitas por este “Consenso”:

- a) do ponto de vista fiscal, o Consenso de Washington indicou que deveria se manter um Estado mínimo, com contenção de gastos e realização de uma reforma tributária, na qual aumentaria a base de incidência dos tributos, porém menor em imposto de renda e maior em impostos indiretos;
- b) a adoção do regime cambial deveria estar centrado na dolarização direta ou indireta, da economia, com sobrevalorização da moeda doméstica, além de uma política monetária passiva, mesmo que isso signifique perda de soberania monetária e de competitividade;
- c) seria imprescindível a liberalização comercial e financeira, com abertura unilateral e rápida dos mercados nacionais, na qual atrairia capital externo e possibilitaria a entrada dos países latino-americanos na economia mundial. Seguindo esta linha, se extinguiu os subsídios a exportação e o protecionismo;
- d) investimentos estrangeiros seriam um complemento à poupança nacional, além de transferir tecnologia. Assim, eles deveriam ser permitidos em todas as áreas da economia, inclusive, recursos naturais;
- e) as privatizações e a desregulação das atividades econômicas possibilitariam a

maior participação de capitais estrangeiros. Este processo foi defendido para dar maior eficiência às empresas, maior competitividade do setor privado, ter função fiscal, de curto prazo e abater as dívidas do governo;

- f) defesa da propriedade intelectual e elevado nível de proteção à propriedade industrial, através de concessão de monopólio para patenteados.

Assim, se observou que em 93 os **capitais internacionais estavam voltando para os países latino-americanos desde 89 em virtude da existência de uma grande liquidez nos mercados financeiros. Por isso, estes países deveriam ter a capacidade de atraí-los, com planos de estabilização econômica** que, além de ampliar o processo de privatização, abriria os mercados financeiros, e de produtos, assim como a estabilidade do câmbio. Com isso, se ingressaria em um ambiente de baixa inflação, crescimento e uma adequada inserção na economia mundial. Para isto, medidas pontuais precisavam ser tomadas.

## **6.2. A indexação da moeda**

De acordo com Filgueiras (2000), a idéia da moeda indexada era de que, num ambiente de hiperinflação, a desindexação não poderia acontecer através do controle ou congelamento de preços em função dos seus reajustes. O congelamento provocaria uma distorção nos preços relativos, provocando acréscimos e decréscimos da renda real para diferentes agentes econômicos, o que levaria a novas pressões inflacionárias.

Assim, o Plano Real tinha como experiência a moeda indexada do Plano Cruzado, na qual se chamaria Cruzeiro Novo, teria paridade fixa em relação a ORTN e conversão diariamente atualizada. A taxa de câmbio entre o Cruzeiro Novo e o dólar seria fixa, em razão do efeito psicológico bastante favorável. Com isso, a nova moeda estaria protegida, duplamente, da desvalorização provocada pela inflação. Além disso, a conversão da antiga

para nova moeda seria realizada de acordo com a taxa do dia e sem limites, o que seria fundamental para evitar a aceleração inflacionária na velha moeda.

Portanto, a função da URV foi a mesma da moeda indexada no Plano Cruzado, ou seja, resolver o problema da indexação e da inflação inercial, levando a indexação da economia até as últimas consequências e em um determinado momento, extinguindo-a de vez e de forma abrupta.

### **6.3. O Plano Cruzado como experiência**

De acordo com Filgueiras (2000), os formuladores do Plano real levaram em conta a experiência com o Plano Cruzado. Entre outras questões aprenderam que:

- a) a inflação brasileira não era apenas inercial e a fragilidade financeira do estado se constituía num dos seus componentes fundamentais;
- b) a passagem abrupta de todos os preços e salários no dia D traz consigo as pressões inflacionárias já presente na velha moeda;
- c) a remonetização da economia e o consumo se aceleram com a queda da inflação nos primeiros meses da nova moeda – implicando a necessidade de uma política monetária que estabeleça taxas de juros mais elevadas; e
- d) o salário médio do conjunto da economia, em relação àquele que prevalecia anteriormente, pode crescer e pressionar o consumo a curto prazo.

Além dessas, podem se destacar outras circunstâncias presentes na época do Plano Real: **as reservas estavam em torno de US\$ 40 bilhões, o que permitia neutralizar especulações contra a nova moeda; o país tinha elevados saldos na balança comercial e havia crescimento do fluxo de capitais estrangeiros, que no princípio garantiria o nível das reservas; a ampliação da abertura às importações – a**

facilidade para usá-las também era uma forma de ir contra o aumento dos preços; e finalmente, uma safra agrícola de 76 milhões de toneladas de grãos considerada muito boa.

#### **6.4. Medidas Operacionais do Plano**

Como já vimos, o Plano Real passou por três fases, o ajuste fiscal, a criação da URV e a implantação da nova moeda. Além disso, a revisão constitucional que tinha por objetivo as reformas de caráter liberal na organização do Estado, ou seja, a quebra de monopólios estatais.

As medidas tomadas nesse período buscavam responder ao problema de desequilíbrio orçamentário do Estado, com destaque para sua dificuldade de financiamento, na qual era um dos principais elementos causadores da aceleração da inflação. Segundo os autores do Plano, esse processo construiria um novo regime fiscal para o país. Além disso, primeira parte do plano construiu a chamada “âncora fiscal” dos preços, ou seja, o Governo se propôs, aos agentes econômicos, gastar somente o que arrecadasse, deixando de haver possibilidade de emissão primária de títulos e moeda. Porém, de acordo com Filgueiras (2000), o que se viu mais tarde, foi que a âncora fiscal serviu somente como discurso de reversão antiinflacionária e busca de credibilidade para a nova moeda que viria a ser criada. Além disso, as futuras tentativas de ajuste fiscal foram fracassadas devido às elevadas taxas de juros determinadas pelo Governo.

A URV, em sua primeira concepção, podia ser vista como mais um índice de inflação, um superindexador que tinha sua variação em cruzeiros reais, na qual era definida a partir de uma “banda” formada por outros três índices: o IGP-M, o IPCA e o IPC. A expectativa sobre a URV, era que ela viria a substituir todos os indexadores existentes. Além disso, se escolheu esses índices, pois, conforme evolução histórica observada nessa média, eles se aproximavam da evolução histórica do câmbio, isto é, o objetivo do

Governo era amarrar a URV ao dólar, concretizando, desde este momento, a chamada “âncora cambial” da nova moeda. Segundo Filgueiras (2000), “esse “superindexador” cumpriu uma função econômico-política crucial para a lógica interna do plano e a sua articulação com objetivo político-eleitoral”.

A terceira e última fase do plano, consistia na passagem da URV para a nova moeda, o Real. Naquele momento a URV valia CR\$ 2.750,00 e foi convertida de 1 URV para R\$ 1. Nesta etapa se destaca a questão da “âncora cambial”, que já estava subentendida no período anterior, na qual se fixou a taxa de câmbio em US\$ 1 = R\$ 1, com a garantia das reservas em dólar que já vinham acumuladas desde 93, porém sem instituição de conversão do Real em dólar.

De acordo com Filgueiras (2000), a receita que viabilizou, num primeiro momento, o combate à inflação com crescimento econômico e aumento do emprego, quando feita a transformação para o Real, pode ser resumida através dos pontos: (i) abertura da economia às importações, com a queda de alíquotas do Imposto de Importação; (ii) quebra das barreiras para entrada de capitais estrangeiros, atraindo-os com altas taxas de juros; e (iii) **câmbio nominal e real em queda**.

Além disso, as privatizações, já tinham deslanchado desde o Governo Collor, com a criação do Programa Nacional de Desestatização. O Governo Cardoso só assumiu a tarefa de expandi-la e acelerá-la, aumentando os setores produtivos e as empresas onde ocorreriam as privatizações, como o processo da Vale do Rio Doce e os setores de concessão do serviço público (energia elétrica e telecomunicações).

Ainda segundo Filgueiras (2000), as privatizações são muito eficazes quando implica desnacionalização e entrada de recursos novos em moeda de liquidez internacional. Assim, ela contribui para equacionar os problemas financeiros internos do setor público, além de financiar o balanço de pagamentos em conta corrente. Porém, o que se viu, foi que

as privatizações não conseguiram impedir o crescimento do problema da dívida interna. Até mesmo no que diz respeito ao plano externo da economia, na qual o objetivo era permitir entrada de investimento estrangeiro direto, o Governo não obteve sucesso.

**Como pode-se ver, toda a estratégia do Plano Real só foi possível porque se apoiou em uma política de elevadas taxas de juros, com a entrada de um grande fluxo de capitais de curto prazo no país, e num elevado nível de reservas cambiais, originados a partir de 18 meses de importações, atingindo em junho de 94, US\$ 40,5 bilhões no conceito de caixa, sendo que 70% desse volume havia sido acumulado durante a gestão de FHC no Ministério da Fazenda.** Para facilitar nosso entendimento, veremos a seguir, como este grande fluxo de capitais retornou para o Brasil.

## **7. Panorama Internacional**

O processo de abertura financeira e comercial favoreceu a entrada de capitais nas economias em desenvolvimento, principalmente nos países latino-americanos. **Esse fato ocorreu graças à liquidez no mercado internacional de capitais e altas taxas de juros praticados pelos países da América Latina, a partir do final dos anos de 1980.**

Segundo Corazza<sup>6</sup>, existem três pontos ocorridos na década de 90, que caracterizam o regime atual de globalização financeira: o acúmulo de riqueza monetária e financeira, em forma de diferentes ativos com graus de liquidez e em diferentes moedas; a mobilidade crescente desses ativos, executadas através da informática e das telecomunicações, na qual o fluxo desses movimentos seja tão grande que foge ao controle dos Bancos Centrais; e, por último, mas não menos importante, pelo regime de taxas de câmbio flutuantes, na qual capitais circulam o mundo em busca de ganhos especulativos. Diante dessa situação, o

---

<sup>6</sup> CORAZZA, G.. *A Inserção do Brasil na Globalização Financeira: uma análise introdutória da década de 1990.* , In: Congrès International Marx, 2004, Paris, 2004.

próprio ciclo econômico passa a ser comandado pelo ciclo de ganhos e perdas dos ativos financeiros.

Ainda segundo Corazza (2004), o aumento do movimento de capitais, o crescimento das instituições financeiras não bancárias, variações nas taxas de juros e no câmbio, assim como mecanismos financeiros criados para diminuir os riscos dos investimentos internacionais e aumento da rentabilidade dos ativos se deram através da liberalização e das inovações financeiras. Como o momento era de grande instabilidade e elevado grau de risco no mercado internacional de capitais, além da liquidez, flutuação do câmbio e da crescente mobilidade dos capitais, se criaram os chamados contratos derivativos, ou seja, um sistema de proteção aos riscos contidos nessa forma de investimento financeiro.

Eichengreen<sup>7</sup> coloca a flexibilidade das taxas de câmbio como uma das principais características do regime de globalização financeira, pelas conseqüências que as mesmas provocam nas demais variáveis econômicas e associa sua intensa oscilação ao incontrolável movimento de capitais. Os controles sobre os fluxos internacionais de capital eram essenciais no SBW para conciliar a estabilidade do câmbio com os objetivos do desenvolvimento econômico nacional.

De acordo com Filgueiras (2000), o desmonte do Sistema Monetário Internacional, no início dos anos 70, contribuiu de forma decisiva para a globalização financeira, como forma de processo de desregulamentação. Além disso, o término do padrão ouro implicou na inexistência de qualquer outro tipo de âncora internacional e entrelaçamento dos mercados de câmbio e financeiro. Com isso, se desenvolveu uma crescente volatilidade das

---

<sup>7</sup> EICHEGREEN, B. *A Globalização do Capital. Uma história do Sistema Monetário Internacional*. São Paulo. Ed. 34, 2000.

taxas de juros e do câmbio em todo o mundo, na qual abriu espaço para uma crescente desintermediação financeira.

Na década de 80, os EUA e a Inglaterra desregularam seus mercados financeiros, impulsionados pela necessidade dos Estados Unidos financiar seu déficit comercial, dando continuidade, assim, ao processo de globalização financeira. Nestas condições, agentes financeiros passaram a atuar nos mais diversos segmentos dos mercados, especialmente o de ações e da dívida pública, o que gerou o crescimento da liquidez e a mobilidade entre os diversos mercados, além da criação de um novo conjunto de inovações e produtos financeiros. Estes processos facilitaram o movimento dos recursos nos mercados e atenderam à demanda por segurança dos aplicadores num clima de extrema incerteza.

Nos anos de 1990, com a queda das barreiras entre os mercados, completou o processo de globalização financeira.

“A queda das barreiras que separavam mercados nacionais e mercados internacionais, com a incorporação dos “mercados emergentes” a partir dos anos 90, completou o processo de globalização financeira, mundializando de vez os circuitos financeiros de acumulação. Entre 1991 e 1997 as transferências líquidas de capitais, a favor dos países emergentes, somaram US\$ 1,2 trilhão, uma média anual 17 vezes maior do que o período 1983/1990”. (FILGUEIRAS, L. A. M. 2000)

Além disso, de acordo com Belluzzo e Coutinho<sup>8</sup>, “diferentemente do início dos anos de 1980, a transformação das poupanças em créditos bancários cederam lugar à finança direta, mobilizada através de ativos”. Estas transações ocorrem em mercados com as seguintes características:

- Mercados secundários de grande porte que garantem elevado grau de negociações aos diferentes tipos de papéis;
- Relativa facilidade de entrada e saída de suas posições;

---

<sup>8</sup> BELLUZZO, L. C. e COUTINHO, L.. *Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas*. Economia e Sociedade, Campinas, (7): 129-54, dez. 1996.

- Mercados voláteis, na qual decorre mudanças freqüentes nas expectativas a respeito da evolução dos preços de moeda e ativos distintos.

Desde a consistência de sua supremacia, em meados dos anos 80, os mercados financeiros passaram por uma sucessão de situações críticas. Como o crash das bolsas em 87 e mercados imobiliários em 89, colapso da bolsa de Tóquio em 90, os ataques especulativos às moedas fracas do SME (Sistema Monetário Europeu) em 92 e 93 e a crise do mercado americano de bônus em 94. Estas crises financeiras costumam resultar em agudas deflações dos preços dos ativos sobrevalorizados realizando prejuízos a investidores e tornando-se ainda pior se a alavacagem está associada à expansão do crédito bancário.

Nestes casos, os Bancos Centrais sempre foram pródigos em suas intervenções, porém criam riscos morais, se for uma estratégia de última instância. Para evitar esse tipo de risco, as autoridades tentam administrar de forma suave as crises. Entretanto, não conseguem desestimular as tendências especulativas dos mercados, agravando os problemas de sobrevalorizações dos ativos.

Ainda segundo Belluzzo e Coutinho (1996), a crise do mercado mobiliário e imobiliário em 89, nos mercados globalizados, gerou um grande influxo de capital para os países da América latina, que passaram de doadores de “poupança” em receptores de recursos financeiros. Apesar da retórica “reformista” que escoltou e ainda acompanha o retorno dos capitais privados aos países latino-americanos, a verdade é que se tratou, num primeiro momento, do conhecido money chasing yield, ou seja, capital-dinheiro em busca de rentabilidade.

Nesse contexto, os países da América Latina adotaram como política econômica, a aconselhada pelo Consenso de Washington, que tinha como uma de suas principais

medidas a abertura do mercado de capitais e correntes. Estas medidas fizeram com que houvesse um fluxo de recursos para os países latino-americanos e assim puderam executar seus programas de estabilização econômica.

Nos portfólios dos grandes investidores, os ativos oferecidos em economias turbulentas são os ativos de maior risco, conseqüentemente, aqueles que se candidatam em primeiro lugar a movimentos de liquidação em casos de mudança de ciclos financeiros. Portanto, devem oferecer ativos com promessa de elevados ganhos de capital ou embutir prêmios de riscos em suas taxas de retorno.

No caso do Brasil, sempre houve a preocupação em não fechar as portas aos investimentos estrangeiros, com base no argumento da necessidade de poupança externa para financiar o crescimento da economia nacional. Neste sentido, a legislação foi evoluindo com o objetivo de aprimorar o tratamento legal do problema, de modo que fossem atendidos tanto os interesses nacionais quanto os de capital estrangeiro. Depois da promulgação da Constituição de 1988, houve grande número de leis, decretos e resoluções sobre o tema, flexibilizando as entradas e saídas de capital, em sintonia com a nova realidade internacional. (Prates, 1997, 2000 e Carneiro, 2002).

A inserção financeira do Brasil na economia mundial, em 90, se distingue da inserção realizada nas décadas de 50 e de 70, em função das mudanças ocorridas tanto no contexto financeiro internacional quanto na situação econômica e política interna. Nos anos 50, se tem do lado externo, a regulação financeira do Sistema Bretton Woods, e do interno, as estratégias do Plano de Metas. Na década de 70, têm-se a crise do Sistema Bretton Woods e seu financiamento é feito pelo sistema bancário privado. Já nos anos 90, com a adoção das políticas aconselhadas pelo Consenso de Washington e o livre movimento de capitais, passam-se a prevalecer as aplicações de portfólio. (Corazza, 2004)

Com as políticas aconselhadas pelo Consenso de Washington, aderidas pelo Brasil a partir da década de 90, iniciando com Plano Collor, mas especialmente com o Plano Real, se inaugurou um novo ciclo de endividamento e uma nova forma de inserção da economia nas relações internacionais. Do ponto de vista interno, foi promovida uma ampla abertura comercial e financeira, bem como a elevação da taxa de juros, para atrair um novo afluxo de capitais e sustentar não só o plano de estabilização, mas supostamente um novo ciclo de crescimento com endividamento.

A partir daí, o Brasil triplicou suas reservas cambiais em apenas dois anos. Mantidas em torno de US\$ 8 bilhões entre 1989 e 1991, alcançava US\$ 19 bilhões em 1992 e superavam US\$ 25 bilhões em fins de 93, quando se deu o anúncio do Plano Real. No momento da reforma monetária já se tinham reservas superiores a US\$ 40 bilhões e superávit comercial de US\$ 13,3 bilhões e déficit de apenas US\$ 592 milhões em transações correntes.

Segundo Corazza (2004), os fluxos de capitais também operavam como uma reestruturação produtiva da economia, quando se passa a criar um novo ciclo de investimento, conseqüentemente, um desenvolvimento nacional. Estes investimentos agiriam na produtividade nacional, na qual aumentaria a competitividade externa, aumentando as exportações e diminuindo as importações. Nestas condições, estava claro para o autor que o Governo acreditava que ajuste gradual e espontâneo da Balança Comercial afastaria os riscos de crises e, assim, permitiria a continuidade da política cambial.

Com isso, pode se perceber que a estratégia do Plano Real era tomada como pilar principal, as virtudes do mercado financeiro internacional, sem levar em conta as mudanças qualitativas dessas finanças na década anterior. Para Corazza (2004), um

conhecimento mais apurado da natureza dessas mudanças faria de forma mais cautelosa a inserção brasileira no mercado, além de ter uma abertura estratégica de desenvolvimento nacional. Porém, o que se viu foram uma ampla abertura e uma inserção passiva em um contexto financeiro internacional instável e especulativo.

Desse modo, a pressão do aumento da liquidez internacional, associada ao ciclo recessivo, de épocas anteriores, com baixas taxas de juros e reduzidas oportunidades de investimentos no mundo, além do aumento da taxas de juros no Brasil, adotado pelo Plano Real, fizeram com que se multiplicassem as reservas cambiais brasileiras. Com isso, se garantia o câmbio fixo e assegurava as políticas macroeconômicas.

## **CAPÍTULO II**

### **Mapeamento do debate teórico sobre diagnóstico e soluções para os altos níveis de inflação no Brasil**

#### **1. O debate geral**

Como já se viu, após três décadas de crescimento acelerado, o Brasil viveu nos anos 80 uma fase de crise inflacionária. Com o pensamento de que o causador desta inflação era o déficit público, os governantes criaram políticas de ajuste fiscal e contenção da expansão monetária, desconsiderando a especificidade daquele momento e ignorando o papel da crise externa. Nas quais as evidências empíricas, no entanto, não abalaram a fé desses defensores.

Bacha por exemplo, deu pouca atenção ao impacto provocado pela restrição externa e reafirmou a relação tradicional de causalidade entre o déficit e a inflação, recorrendo ao déficit potencial. Para ele, a inflação provocava a erosão do orçamento e mascarava o déficit público. Porém, os agentes econômicos racionais captavam o valor desse déficit potencial e o transformavam em inflação. Isso levou o autor a resgatar a relação de causalidade entre o déficit e a inflação, e a defender a idéia de que o déficit público, embora mascarado, estava na raiz da inflação. Na verdade, o déficit público só viria a se tornar efetivo com a estabilização se fosse mantida a disposição dos agentes de sustentarem a demanda real por gastos.( Lopreato, 2002)

De acordo com Edmar Bacha<sup>9</sup>, a combinação da política monetária de juros primários elevados com a política cambial de banda assimétrica, havia feito com que o real apreciasse em relação ao dólar, de uma unidade unitária no início do plano, para R\$ 0,84

---

<sup>9</sup> BACHA, E.. *Plano Real: Uma segunda avaliação*. IPEA, Brasília, 1997

por US\$ 1,00 em dezembro de 94, ou seja, uma apreciação nominal de 15%, na qual se contribuía para uma queda adicional na relação câmbio-salário. A apreciação cambial e a liberação das importações tinham funções de evitar o repasse para os preços das pressões de custo e de demanda que então se manifestavam.

O aumento acentuado da demanda interna, desviado para produtos importados, teve duas conseqüências: (i) um grau crescente de utilização da capacidade instalada na indústria; e (ii) uma rápida deterioração da balança comercial. O aumento da demanda doméstica e a combinação da pressão dos custos salariais foram suficientemente fortes para provocar um movimento ascendente do nível de inflação interna, mesmo com ampliação da concorrência externa. Com isso, o governo aumentou a taxa de juros e as restrições adicionais à expansão ao crédito.

Estas medidas tiveram êxitos em fazer reverter o repique inflacionário que vinha se manifestando no IPA-indústria e também o déficit externo, passando a apresentar pequenos superávits na balança comercial a partir de 95.

Ainda segundo Bacha (1997), embora o Plano Real tivesse tido um sucesso extraordinário nos seus seis primeiros meses, parece claro que a economia se encontrava em uma trajetória insustentável quando o país foi atingido pela crise mexicana, tanto pelo desequilíbrio crescente entre demanda e produção, como pela contínua pressão dos salários sobre os preços. As causas dessas tendências eram múltiplas: a indexação dos salários, o déficit público, a apreciação do câmbio, a expansão do crédito ao setor privado.

Com as mesmas idéias, segue Gustavo Franco, dizendo que a estratégia do Plano Real, no controle da inflação, dependia tanto da precisão de mecanismo da reforma monetária, como do ataque aos problemas de natureza mais fundamental, déficit fiscal e às relações do país com o exterior.

Para Franco<sup>10</sup>, o Plano Real, na estratégia de reforma monetária, teve uma abordagem inovadora para o problema de supressão coordenada da memória inflacionária e reconfiguração jurídica do instituto da correção monetária, problemas estes tornados muitos mais sérios em razão da desconfiança da população com qualquer esquema de “surpresas” e coerção. A URV seguiu o passo contrário ao percorrido pela desagregação da moeda. Primeiro, se criou uma “moeda de conta”, com uso obrigatório em novos contratos e variação diária, em linha com o dólar. Com isso, em quatro meses a maioria dos contratos, incluindo salários, benefícios da previdência, tarifas públicas, contratos do setor público e boa parte das relações privadas haviam aderido voluntariamente a URV. Para ele, nos processos em que uma economia em hiperinflação experimenta a dolarização, pode ser estabilizada instantaneamente com a fixação da taxa de câmbio.

Ainda segundo Franco, a estratégia da URV e o mix de políticas macroeconômicas foram fatores fundamentais para a estabilização econômica. Comparado com o Plano Cruzado, o Plano Real não deveria abandonar esta política após seu sucesso inicial. Começava ali a complacência no mundo político, a implantação da âncora cambial manteria a inflação a níveis baixos e modos sustentáveis para o resto do tempo. Ou seja, era preciso introduzir a idéia de que não se tratava de um sacrifício temporário e reversível, mas uma mudança de paradigma. Com isso, as operações se deslocavam para as ações com respeito a juros e câmbio, utilizando-se de uma política aberta.

Para Roberto Moraes<sup>11</sup>, outro seguidor dessa linha ortodoxo-monetarista, “a aceleração inflacionária recorrente a cada novo regime de indexação (e não a fantasia da

---

<sup>10</sup> FRANCO, G. *Auge e declínio do inflacionismo no Brasil*. Texto para discussão, n° 487, PUC – Rio, setembro/2004.

<sup>11</sup> MORAES, R. C. . *Plano Verão: Prelúdio do Plano Inverno (Outono?)*. Indicadores Econômicos, Porto Alegre, RS, v. 7, n. 1, p. 61-64, 1989

“inflação inercial”) era fruto de um desequilíbrio fundamental do setor público que se refletia no déficit público e na dívida pública, esta última constituída por seus componentes internos e externos”. Segundo ele, o governo adotou, no Plano Verão, um pacote de medidas que atacaria os vários componentes do déficit público: redução dos subsídios, fechamento de entidades públicas, privatizações, demissão de pessoal e um esquema de desindexação que, num primeiro momento, equivalia a uma pequena moratória interna da dívida. Além disso, o governo suspendeu temporariamente os leilões de conversão da dívida externa, sugeriu deixar o câmbio fixo, anunciou uma taxa de juros alta, aboliu o indexador (OTN) e congelamento geral dos preços e salários.

De acordo com Roberto Moraes (1989), faltava uma condição: a força política do Governo, a qual é, em parte, uma função de sua credibilidade. Sem isso, não há agente econômico que colabore com seu comportamento na direção desejada. A não aprovação do Congresso para as privatizações, também era um reflexo da ausência de credibilidade. Além desses, a “ressurreição” das entidades públicas, o não acontecimento das demissões, o aumento da base monetária em 80% e a inauguração do primeiro trecho da Ferrovia Norte-Sul em nada ajudaram o controle da inflação.

Ainda segundo Roberto Moraes (1989), as medidas corretivas que eram anunciadas, como o realinhamento de preços e fixação de regras para reajustamento automático de salários, só aumentariam as expectativas inflacionárias. Com isso, as tentativas de sufocar artificialmente os preços pelo Governo caracterizavam aquele período como “hiperinflação reprimida” com estagnação.

Dessa forma, Roberto Moraes, Bacha e Franco seguiam uma mesma linha de pensamento que ficou conhecida como ortodoxo-monetarista. Expressada por Filgueiras (2000), por ter um diagnóstico que ligava a inflação a pressões da demanda, como

principal, aquelas causadas pelo déficit público e indexação da economia, na qual alimentava a batalha entre lucros e salários. Com isso, a solução seria a aplicação de choques ortodoxos, que se caracterizava pela severa austeridade monetária e pelos cortes nos gastos públicos, na qual levariam a economia a se desindexar, a partir do aprofundamento da recessão e do desemprego e do acirramento da concorrência.

De acordo com Bresser e Nakano<sup>12</sup>, as condições gerais que levaram à hiperinflação no Brasil foram as mesmas encontradas em outros países que viveram hiperinflações no passado. A dívida externa acumulada nos anos 70, o choque externo de 79, e a suspensão de financiamento desde 82 tiveram, juntos, conseqüências graves de instabilidade e hiperinflação no Brasil. Há, de outro lado, as conseqüências fiscais da dívida externa, na qual se tinha, no início dos anos 80, 50% pública e 50% privada e chegava ao final dos anos 80 com 90% em responsabilidade do setor público. Com a interrupção dos empréstimos externos, o financiamento do déficit passou a depender cada vez mais do endividamento interno e da senhoriagem, gerando uma crise fiscal. Esta crise fiscal tornou a política econômica imobilizada, transformando o governo num instrumento passivo de validação da inflação através de déficits fiscais e de finanças inflacionárias.

Bresser e Nakano dão importância ao déficit público como causador da aceleração da inflação, porém, como visto, existem outros fatores a serem considerados por eles, nos casos de hiperinflação, como a crise da dívida externa e a suspensão do financiamento estrangeiro.

---

<sup>12</sup> BRESSER PEREIRA, L. e NAKANO, Y.. *Hiperinflação e Estabilização no Brasil: o primeiro Plano Collor*. Revista de Economia Política, vol. 11, nº 4 (44), outubro - dezembro/1991

Apresentaremos, a seguir, uma interpretação alternativa sobre a tese de que a política fiscal é o núcleo da política econômica. Tendo-se como base para análise desta idéia, as propostas:

- 1) de que o déficit público não foi a causa determinante do processo inflacionário vivido no Brasil nos anos 80 e 90. Devem-se buscar as explicações na crise da dívida e na incapacidade do país em garantir fontes externas de financiamento para o balanço de pagamentos;
- 2) a elevação da taxa de juros no Plano Real não teve origem no problema fiscal e sim na vulnerabilidade do balanço de pagamentos e às condições de financiamento externo;
- 3) a política fiscal deve ser pensada em estabelecer as inter-relações com políticas monetária e cambial em cada momento, levando em conta o impacto da política de reestruturação do setor público na evolução da dívida pública.

### **1.1. Existe uma relação direta entre déficit público e inflação?**

Uma visão geral que se tem sobre inflação inercial consiste em dizer que o déficit público é o grande causador da inflação. Nesta visão geral, se tem que o processo inflacionário é causado pela expansão da oferta de moeda, em que, no curto prazo, se reduz a taxa de juros e eleva o produto, porém, no longo prazo, não afeta o produto além de determinado valor (o produto natural), nem o desemprego e a taxa de juros real. Conclui-se, portanto, que a oferta de moeda acima do produto resulta, no longo prazo, apenas no aumento da taxa de juros nominal e da inflação.

A expansão da moeda ocorre, pois o Banco Central monetiza a dívida através da compra de títulos do tesouro causados pelos déficits orçamentários. Este processo levará ao crescimento da inflação que, conseqüentemente, elevará a taxa de juros nominal e o custo de oportunidade em reter moeda, reduzindo a demanda real por moeda e exigindo crescente expansão monetária para se obter a mesma receita de senhoriagem. Esta receita é necessária ao financiamento do setor público e define a taxa de crescimento da moeda. Portanto, quanto maior esta receita maior será a taxa de crescimento da inflação.

Assim, o controle das taxas de crescimento da inflação deve ser feito por uma política econômica que visa o combate de financiamento monetário. Essa meta pode ser alcançada com a reforma fiscal e o compromisso do Banco central em não monetizar mais o déficit público.

A segunda questão sobre política fiscal, de acordo com Loproto (2002), é a relação causal entre déficit público e déficit externo. A análise parte do ponto em que  $Y = A + (X - M)$ , na qual  $(X - M)$  é o resultado líquido das exportações menos as importações e  $A$  é toda absorção interna. A expressão permite dizer que o resultado em conta corrente  $(X - M)$  é igual à diferença entre a renda nacional e a absorção interna ( $BTC = Y - A$ ). O déficit em transações correntes é o resultado da absorção interna ser maior que a renda nacional, o que leva ao acúmulo das transações externas a financiarem estes déficits.

A idéia de relação entre estes déficits abre caminho para a relação entre o déficit público e a taxa de juros. Os juros decorrem do déficit público e sua redução depende do ajuste fiscal, levando em conta o câmbio, a condição da mobilidade de capital e o risco país. Esta idéia tem como base que a demanda agregada é pressionada pelo déficit público e, conseqüentemente, os gastos com importação. A partir da pressão da demanda agregada e dos problemas no balanço de pagamentos, o governo é impedido de abrir mão da política

de juros elevados sem colocar em risco o plano de estabilização. Sendo assim, a necessidade do ajuste fiscal se coloca como fundamental para a política econômica. Com a intenção de reduzir a demanda agregada e o déficit externo, o governo eleva os juros com o objetivo de diminuir a absorção interna e garantir capital externo exigido para cobrir as transações correntes. A anulação do déficit público seria uma forma de conter o desequilíbrio externo e favorecer a redução do risco país e da taxa de juros, cedendo espaço para uma geração de círculo virtuoso interno calcado na integração privilegiada com a economia internacional. A recompensa são a garantia de financiamento do balanço de pagamentos e a melhoria das condições de crescimento da economia.

A nossa idéia é mostrar que a inflação pouco teve a ver com déficit público e que o grande causador desta hiperinflação foi a ruptura das condições de financiamento externo e as conseqüências dessa crise sobre a economia no plano inteiro. A crise externa atingiu praticamente todos os países latino-americanos, provocando o mesmo resultado em termos de inflação, independentemente das especificidades nacionais.

De acordo com Lopreato (2002), a restrição externa comprometeu o financiamento do setor público implementado desde as reformas de 64 e desencadeou na inflação dos anos 80. Estas restrições geraram megassuperávits comerciais, forçando o financiamento do setor público para cobrir seu passivo. Além disso, foi criada uma relação entre as políticas cambial, fiscal e monetária. A política cambial ativa era um dos pontos para dar sustentabilidade ao financiamento do balanço de pagamentos. Com isso, sua desvalorização ampliava os encargos financeiros dos passivos denominados em dólares e ampliava a crise fiscal. Além disso, a política monetária foi imposta a limites estreitos, pois, sem obter os recursos necessários, em moeda local, para o pagamento do passivo externo, o setor público dependia da venda de títulos e da expansão de sua base monetária.

A venda de títulos, por sua vez, dependia do grau de atratividade da moeda indexada, confiança, liquidez dos títulos e da taxa de juros exigidas na valorização do capital privado.

Sendo assim, a dinâmica dos preços era orientada pela expectativa em relação ao comportamento dos dois preços básicos da economia, juros e câmbio. A fixação deles balizava os outros preços e impunha o patamar de inflação. Nessas condições, a inflação não dependia do déficit público e sim das condições dos dois preços básicos naquele momento específico, em que despontavam a crise cambial e a fuga de moeda indexada.

Ainda segundo Lopreato (2002), diante da crise do balanço de pagamentos o uso da âncora cambial estava predestinado a fracassar. Com a expectativa de não se confirmar os influxos de recursos necessários, colocavam-se em dúvida os pagamentos externos, consequentemente, a perda da confiança na moeda nacional como avaliação de riqueza, ampliando o risco de fuga da moeda para ativos denominados em dólar. Como o poder do Banco Central era limitado, não restava outra saída senão elevar a taxa de juros, com o objetivo de manter atratividade da moeda indexada e evitar a crise do padrão monetário nacional. A elevação da taxa de juros não teve qualquer efeito sobre a atração de capitais, somente manteve o estoque de moedas indexadas e inflação. O aumento das taxas de juros induzia a reajustes de preços compatíveis com essa expectativa, que, por sua vez, pressionava o câmbio e forçava novas desvalorizações. Por outro lado, a reestruturação das condições de financiamento do setor público encontrava barreiras na perda da autonomia da política fiscal. A política fiscal se apoiava no plano macroeconômico, pela política cambial, e no microeconômico, pelo ajuste do setor privado, na qual era oferecido suporte financeiro a reestruturação do seu passivo e incentivo na produção para o mercado internacional.

Sendo assim, o governo não teve outra alternativa a não ser manipular a taxa de juros a fim de organizar a economia. As medidas de contenção de gastos e de restrição de crédito, como as utilizadas no governo Sarney eram pouco eficazes em relação a política de estabilização da economia e seu resultado eram aprofundamento da crise e agravamento das expectativas.

Como já vimos, os bons resultados do setor público vividos entre 90 e 93, com o Plano Collor, não foram capazes de inibir a aceleração inflacionária, na qual se colocou em dúvida o vínculo estabelecido entre déficit público e inflação. A partir daí, tem-se uma questão em aberto: **“se o déficit público não estava na raiz do processo inflacionário, o que explicaria a queda da inflação a partir de 94 com o Plano Real?”** A idéia é mostrar que o controle da inflação só se tornou possível através da retomada da liquidez do mercado financeiro internacional e a chance de financiar o balanço de pagamentos sem, obrigatoriamente, manter a taxa real de câmbio e gerar supersaldos comerciais. A recuperação do financiamento externo permitiu mudanças na política econômica e viabilizou o avanço dos programas de estabilização no Brasil.

**A utilização da âncora cambial e o abandono da desvalorização do câmbio como caminho inelutável da política econômica tiveram como peças-chave, a liquidez internacional e o aumento das reservas.** A nova política cambial alterou a relação entre o câmbio e as políticas fiscal e monetária, viabilizada graças à liquidez internacional, permitindo fixar um dos elos da correia de transmissão dos preços e redesenhar a articulação entre os instrumentos de política econômica. O aumento do grau de certeza sobre os preços, sobretudo o câmbio, fez com que os agentes econômicos deixassem de formar preços a partir da expectativa de repasse necessário para suprir seu estoque.

De acordo com Belluzzo e Almeida<sup>13</sup>, com o câmbio fixo, se diminuía as chances de desvalorização do câmbio e provocaria um aumento no grau de substituição dos ativos domésticos e ativos estrangeiros. A redução da variação do câmbio determinaria uma maior integração entre mercado financeiro nacional e internacional e os investidores estrangeiros teriam uma melhor expectativa quanto à melhoria dos nossos ativos reprodutivos e o título da dívida. Se assim fosse, dentro de um pequeno prazo, a ação dos novos investimentos e a melhoria da eficiência provocada pelo aumento da concorrência levariam à recuperação da balança comercial e à redução do déficit em transações correntes.

Tal regime iria buscar a estabilização da política monetária, de acordo com as condições de liquidez da economia, que por sua vez, seria determinada pelas flutuações das reservas cambiais, na qual daria cobertura ao estoque dos ativos nacionais líquidos. Essa escolha implicava na aceitação de riscos de ajustamento recessivo e da deflação de preços quando mudasse as condições de liquidez dos mercados financeiros externos ou quando ocorresse uma deterioração dos termos de intercâmbio.

Os responsáveis pelo programa de estabilização brasileiro escolheram um regime de conversibilidade limitada com taxas semifixas. Segundo Belluzzo e Almeida (2002), “em um ambiente internacional em que prevalece a livre movimentação de capitais, a taxa de juros deve necessariamente convergir de forma mais lenta para os níveis internacionais, uma vez que deve incorporar, além do risco-país, a expectativa de desvalorização do câmbio”.

---

<sup>13</sup> BELLUZZO, Luiz G. e ALMEIDA, Julio. *Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real*. Civilização Brasileira. Rio de Janeiro, 2002.

Segundo Lopreato (2002), nos primeiros meses de programa foi permitida uma forte valorização da taxa nominal do câmbio, realizando mais rapidamente uma convergência entre a taxa de inflação nacional e a americana. Após uma rápida aceleração da inflação causada pela corrida de reajustes para a já anunciada conversão à nova moeda, em junho de 1994 a inflação despenca chegando a menos de 1% no índice geral de preços.

As políticas fiscal e monetária tinham como função reduzir a incerteza do próprio preço usado como âncora. Dessa forma, era necessário manter a credibilidade do câmbio, oferecendo taxas de retorno aos financiadores do desequilíbrio externo, ou seja, mudanças nas expectativas dos investidores, resultariam em fuga de capitais e, conseqüentemente, desestabilidade econômica.

A atração de capitais externos dependia do retorno dos ativos e de prêmios de risco. Outra via de interesse do capital externo eram as privatizações, a abertura do mercado bancário, o favorecimento às fusões de empresas com ações depreciadas, os títulos de empresas financeiras e não-financeiras com acesso ao mercado internacional e os ganhos em bolsas de valores. A compra de títulos da dívida foi canal através do qual grande parcela de capital externo usado na cobertura de balanço de pagamentos obteve rentabilidade, garantidos pelo governo com juros e prazos compatíveis com a expectativa de rentabilidade do capital. Este usado para financiar o balanço de pagamentos.

Para isso, o governo teve que acomodar os custos das políticas de câmbio e juros, além de conter os riscos de “*default*” na dívida pública que levariam a saída de capitais e desestabilidade do câmbio. Assim, o governo se viu obrigado, com o crescimento do déficit externo após 94, a manter a rentabilidade dos capitais responsáveis pelo financiamento público, através de juros dos títulos elevados e proteção do câmbio, diante de sua incerteza.

Após os primeiros meses do programa não restava dúvida quanto ao financiamento externo, devido à liquidez do mercado internacional e às oportunidades de investimento no mercado brasileiro. Com isso, o governo abriu mão dos saldos primários, alcançados em 94 e que sustentavam os rendimentos do capital externo, sem desestabilizar o câmbio ou a sustentabilidade intertemporal das contas públicas, podendo assim, a política fiscal ser mais flexível e atender a outros interesses, enquanto a dívida crescia sem risco de desestabilização. O valor estável do câmbio e a redução gradual dos juros tranquilizavam o mercado e indicavam a recuperação das contas públicas.

Esta situação alterou-se a partir da crise da Ásia, quando o fim do ciclo expansivo pôs em questão a política cambial e forçou a elevação da taxa de juros. A partir do custo explosivo e o risco de default causaram problemas na rentabilidade dos capitais privados e exigiram mudanças na política fiscal. Sabendo-se que o governo não "quebra" porque o endividamento interno de títulos é todo ele financiado pela moeda local, mas também era necessário aumentar o superávit primário para atender os objetivos de diluir o risco de inadimplência da dívida pública e assegurar o espaço de valorização do capital privado, além de reduzir a absorção interna. **A redução do déficit em conta corrente e a liquidez internacional favoreceram o balanço de pagamentos e o controle inflacionário.**

## **1.2. A relação entre déficit público e juros**

A relação entre a taxa de juros e o déficit público esteve sempre presente na política econômica do Plano Real, sustentada pela idéia que o déficit público era responsável pela absorção interna e o déficit em transações correntes, forçando o governo a elevar os juros acima de níveis da economia mundial. A redução dos juros só seria viável, portanto, com o ajuste fiscal. O ajuste fiscal, por sua vez, reduziria a absorção interna e o déficit externo,

levando à queda do prêmio de risco país e da taxa de juros, atraindo crédito internacional e criando um círculo virtuoso. A atração de capitais externos asseguraria a estabilidade do balanço de pagamentos e elevaria os investimentos, abrindo caminho para retomada do crescimento.

Outra questão é a relação entre o déficit público e o déficit externo, quando se tem outras variáveis, como a disposição de ampliar os investimentos, a taxa de câmbio, a política de comércio exterior, a tributação, o grau de abertura da economia, a política de apoio às exportações e as condições diferenciadas de financiamento interno e externo. O conjunto dessas variáveis é responsável por determinar como ocorre o processo de absorção interna e o saldo comercial. As regras institucionais podem interferir na demanda, atingindo o mercado interno ou mercado externo, independente da situação fiscal.

Do ponto de vista do Plano Real o déficit externo era bem visto e até mesmo desejável, pois com o direcionamento da demanda para o mercado externo conteria a pressão da demanda para o mercado interno e o aumento dos preços, ao passo que o déficit em transações correntes daria poupança necessária à alavancagem dos investimentos internos, consequentemente, induziria os ganhos de produtividade e de competitividade da indústria brasileira. Por outro ponto de vista, tem-se que as decisões de ordem institucional e a política cambial foram os principais fatores para necessidade líquida do financiamento externo.

A redução da absorção interna influencia o saldo comercial, porém, o câmbio valorizado e a decisão de não atuar nos fatores de influência no comércio exterior divide as compras entre mercado interno e externo, reduzindo a atividade econômica para se obter os efeitos desejados nas transações correntes. Com isso, o controle da política fiscal só seria

viável se a recessão chegasse ao ponto de compatibilização da necessidade de financiamento externo com a liquidez internacional.

Dessa forma, o fator decisivo na questão dos juros é a relação entre o quadro de vulnerabilidade externa e a liquidez internacional e não a política fiscal restritiva. A política fiscal pode influenciar as taxas de juros caso cresça o risco de não-sustentabilidade da dívida pública, gerando fuga de recursos externos que tinham como títulos da dívida pública, a valorização de capitais, agravando a crise de liquidez e o quadro de vulnerabilidade externa.

**Como podemos ver, a disponibilidade internacional de recursos tomada na época e a rentabilidade aos capitais estrangeiros asseguraram o financiamento do balanço de pagamentos e mantiveram a estabilidade cambial até 99, tranquilizando as autoridades econômicas.** Enquanto que a política de juros altos teve de atender o diferencial de rentabilidade compatível com o risco país e reduzir o nível de atividade econômica. A queda do crescimento econômico foi necessária para reduzir a absorção interna e demanda do mercado externo, conseqüentemente, controlar os níveis das taxas de inflação, conquistada com a valorização do câmbio e fatores de ordem institucional, com a disponibilidade do financiamento externo.

## CAPÍTULO III

### Liquidez Internacional, Políticas de Câmbio e Vulnerabilidade Externa

#### 1. A âncora cambial e a liquidez internacional

Como já apresentada, a URV, no Plano Real, podia ser vista como um superindexador que tinha sua variação em cruzeiros reais, na qual era definida a partir de uma “banda” formada por outros três índices, que se aproximavam da evolução histórica do câmbio, isto é, o objetivo do Governo era amarrar a URV ao dólar, concretizando, desde este momento, a chamada “âncora cambial” da nova moeda. Segundo Filgueiras (2000), “esse “superindexador” cumpriu uma função econômico-política crucial para a lógica interna do plano e a sua articulação com objetivo político-eleitoral”.

**Assim, a fixação dos preços dos bens em moeda local através do congelamento do câmbio nominal, introduz forte pressão estabilizadora no nível geral de preços.** No caso da indexação de preços via controle do câmbio, as desvalorizações nominais menores que o aumento dos preços tem a função de coordenar as expectativas inflacionárias. Quanto maior for a entrada de bens importados no país, ou seja, maior a quantidade de bens no mercado, maior a eficácia do controle da inflação através da âncora cambial.

Além disso, a fixação da taxa de câmbio em relação a alguma moeda com histórico de baixa inflação pode ser considerada como uma ferramenta poderosa para contenção dos processos inflacionários e coordenação das expectativas. **Desse modo, a taxa de câmbio passa a ser âncora nominal do sistema, substituindo outras âncoras como metas de inflação ou metas de agregados monetários.** Porém, as consequências com a utilização deste tipo de estratégia em relação à recessão e desemprego podem ser bastante intensas.

De acordo com Maria Luiza Falcão<sup>14</sup>, em programas de estabilização econômica, como o Plano Real, que utilizam a taxa de câmbio como âncora nominal dos preços, o tamanho da base monetária passa a não depender mais das decisões dos Bancos Centrais, mas da quantidade de reservas internacionais acumuladas e das regras que relacionam o estoque de reservas com a criação de moeda. **Assim, ficam inviabilizadas as possibilidades de gerenciamento da política econômica em geral, e da política monetária em particular.**

Os problemas com moedas sobrevalorizadas, como já conhecidos, aumentam as importações e reduzem as exportações, que se somam aos déficits crônicos na balança de serviços, causando situações deficitárias na balança de transações correntes. Os déficits em transações, por sua vez, são financiados pelos superávits na conta de movimentos de capitais, ou seja, pela entrada de investimentos externos diretos – geralmente atraídos por processos de privatizações –, de capitais de portfólio, ou pelo aumento da dívida externa, através de empréstimos realizados no exterior.

Como vimos, no momento da implantação do Plano Real, a paridade entre o real e o dólar se deu como R\$ 1 para US\$ 1. Entre julho e setembro de 94 não houve nenhuma intervenção no mercado de câmbio, atingindo, assim, a taxa de câmbio que sofreu uma apreciação, caindo para algo em torno de R\$0,85 por US\$1. A apreciação da moeda afetou diretamente a balança de transações correntes, fazendo com que o Governo, pela primeira vez, realizasse sua intervenção no mercado cambial, caracterizando, segundo Maria Luiza, um sistema “informal” de bandas cambiais, tendo um limite superior oficializado e um limite inferior implicitamente assumido.

---

<sup>14</sup> SILVA, Maria Luiza Falcão. *Plano Real e Âncora Cambial*. Revista de Economia Política, vol. 22, nº 3 (87), julho-setembro/2002

A imposição de bandas cambiais surge como forma de âncora para expectativas de taxas de câmbio de médio prazo, exercendo um papel estabilizador e evitando a volatilidade que caracterizou o movimento das taxas cambiais quando foram deixadas a flutuar livremente após a derrocada do sistema de Bretton Woods, nos anos 70. Além disso, elas permitem estabelecer disciplina e coordenação das políticas macroeconômicas, evitando desalinhamentos de moedas e permitindo processos de crescimentos sustentados.

Assim como em outros países, a implementação da “âncora cambial” no Plano Real como experiência dos programas de estabilização era previsível, para Maria Luiza:

- a) a adoção de âncoras em expectativas inflacionária é considerada, historicamente, como elemento chave na determinação da inflação no curto prazo, o que aumentam as chances de reduzir ou acabar rapidamente com a inflação;
- b) o fato de os programas de estabilização econômica ancorados no câmbio estarem ligados, inicialmente, a um comportamento cíclico da economia, contraria a tendência convencional, de acordo com a qual a implantação de políticas de estabilização era, em geral, acompanhada por uma recessão imediata.
- c) a necessidade de altas taxas de juros interna em relação às taxas de juros mundiais, quando estão sendo implantados programas de estabilização econômica ancorados no câmbio, é outro ponto fundamental. Assim, além da atração de capital internacional, altas taxas de juros reduzem o nível de investimento e encarecem os serviços das dívidas internas e externas.
- d) há uma tendência nos programas de estabilização ancorados no câmbio sobrevalorizado, que agrava problemas antigos associados ao balanço de pagamentos ou cria novos problemas. Fica claro que taxas de câmbio

sobrevalorizadas estimulam as importações e reduzem as exportações, o que no caso do Brasil, reverteu-se os saldos positivos da balança comercial.

Neste contexto, a alta taxa juros torna-se uma exigência permanente nesses programas de estabilização econômica, pois a entrada de capitais internacionais aumenta a base monetária que, estagnada (devido aos efeitos inflacionários), aumenta ou mantém a sobrevalorização da moeda doméstica. Foi o que ocorreu no Brasil com o Plano Real, na qual se tinha por um lado a entrada de capitais externos, sobrevalorizando o câmbio, que era útil para controle da inflação, por outro, exigia altas taxas de juros, que impedia o crescimento. Além disso, o impacto das taxas de juros elevadas se fez sentir na expansão do déficit nominal do governo e no aumento da dívida pública interna líquida.

Dessa forma, a utilização da âncora cambial teve como ponto crucial, a liquidez internacional e o aumento das reservas. Assim, **a nova política alterou a relação entre o câmbio e as políticas fiscal e monetária, viabilizada graças à liquidez internacional.** A elevação do grau de certeza sobre os preços, em particular o câmbio, fez com que os agentes deixassem de formar preços a partir da expectativa de repasse necessário para suprir seu estoque.

Além disso, o câmbio fixo provocaria um aumento no grau de substituição dos ativos domésticos e ativos estrangeiros, determinaria uma maior integração entre os mercados financeiros nacionais e internacionais e os investidores estrangeiros teriam uma melhor visão quanto ao título da dívida e os nossos ativos. Dessa forma, em pouco tempo, a ação dos novos investimentos e a melhoria da eficiência provocada pelo aumento da concorrência levaria à recuperação da balança comercial e à redução do déficit em transações correntes e, conseqüentemente, o controle da inflação.

**Entre as lições que se tem sobre os programas de estabilização com ancoragem cambial implantados nos países latino-americanos na década de 90, pode-se destacar os problemas originados da vulnerabilidade externa e financeira interna,** que se somam a dinâmica do endividamento público. Desse modo, a dívida interna passa a ser subordinada a política de estabilização e ao equilíbrio de curto prazo.

Segundo Gonçalves<sup>15</sup>, a vulnerabilidade externa consiste na baixa capacidade de resposta de uma economia a pressões, fatores desestabilizantes e choques externos colocando, conseqüentemente, o país em uma trajetória de instabilidade e crise. Com isso, o conceito de vulnerabilidade externa está relacionado à fragilidade da economia de um país, em especial, os em desenvolvimento, em função das modificações na dinâmica econômica e financeira dos países centrais.

Após as crises ocorridas no mundo na década de 1970 e início da década de 1980, de acordo com Barhry e Porcile<sup>16</sup>, o fluxo voluntário de recursos cessou dada à desconfiança dos credores quanto à validação do crédito concedido. Com isso, ocorreu o reescalonamento do pagamento do principal da dívida externa de países em dificuldade, como o Brasil, por meio de financiamentos novos, sob a forma de empréstimos bancários “forçados” ou “involuntários”, para financiar parte dos juros devidos por esses países aos próprios bancos.

As altas taxas de juros internacionais e a ascensão do ônus da dívida resultaram da deficiência de divisas externas para os países emergentes na década de 1980. No caso do Brasil, as transferências de recursos líquidos para o exterior inviabilizaram a manutenção

---

<sup>15</sup> GONÇALVES, Reinaldo. *Globalização e desnacionalização*. São Paulo: Paz e Terra, 1999.

<sup>16</sup> BAHRY, Thaiza Regina e PORCILE, Gabriel. *Os ciclos de endividamento da economia brasileira no período 1968-1999*. Revista de Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, 8 (1): 5-32, jan./jun. 2004.

das taxas de crescimento econômico, em particular pela desvalorização da taxa de câmbio e pela aceleração inflacionária.

O retorno desses capitais à América Latina somente ocorreu no final dos anos 80. Esse retorno foi decorrente tanto dos fatores internos quanto externos. Como fatores externos, se destacaram a globalização financeira, a redução dos juros americanos, o aumento da liquidez internacional e a securitização dos empréstimos da dívida externa, enquanto para Prates<sup>17</sup>, “o condicionante fundamental do retorno dos fluxos voluntários foi a nova dinâmica financeira internacional e a conjuntura econômica nos países centrais, ou, mais precisamente, a etapa do ciclo financeiro”. Como fatores internos, as altas taxas de juros, o processo de estabilização da economia, as privatizações e o processo de adequação às normas de globalização financeira, através do aumento do grau de abertura financeira foram fatores cruciais para retomada de capitais dos países emergentes.

Assim, os anos de 1980 foram marcados, no Brasil, pela vulnerabilidade externa que esteve ligada ao não-financiamento internacional voluntário e à necessidade de emissão de capitais para o exterior, dada à exigência dos credores em relação aos pagamentos dos financiamentos feitos na década anterior. Porém, nos anos 90, essa vulnerabilidade se associou à inserção do país no processo de globalização financeira, devido à ampla liberalização da conta de capital do balanço de pagamentos e a predominância da volatilidade dos capitais de curto prazo<sup>18</sup>.

---

<sup>17</sup> PRATES, Daniela Magalhães. *Abertura financeira e vulnerabilidade externa na economia brasileira na década de noventa*. Dissertação de mestrado pelo IE-UNICAMP. Campinas, 1997a.

<sup>18</sup> PRATES, Daniela Magalhães. *O ciclo recente de absorção de recursos externos e a vulnerabilidade externa da economia brasileira nos anos 90*. IV Encontro de Economia Política. Período de 1 a 4 de junho de 1999.

Com ampliação da entrada de capitais no Brasil observou-se, no país, uma valorização do câmbio, na qual se intensificou com o programa de estabilização econômica sob o regime de âncora cambial.

Desse modo, segundo Hermann<sup>19</sup>, o programa de estabilização econômica (Plano Real) apoiado em uma âncora cambial foi acompanhado de uma evidente elevação da vulnerabilidade da economia a choques externos, justamente pela tendência de valorização da taxa de câmbio, pelos déficits comerciais sistemáticos, pelos elevados superávits na conta de capital e pela deterioração das contas públicas. Logo, o aumento da vulnerabilidade externa decorreu da combinação de um maior endividamento externo (com a deterioração dos indicadores de comércio internacional) com as políticas monetária e fiscal adotadas ao longo da década de 1990.

Assim, pôde-se observar, no Brasil, que se o fluxo de capitais externos voluntários contribuiu para ajuste da restrição externa e para reduzir os problemas fiscais e financeiros do setor público, por outro lado, criou dependência à gestão macroeconômica, pois, de acordo com Prates<sup>20</sup>, a natureza volátil e de curto prazo dos fluxos recentes de capitais tornou-se uma das preocupações centrais dos países, como o Brasil, dada a possibilidade de reversão desses fluxos diante de crises financeiras devendo, portanto, a política econômica evitar que as instabilidades macroeconômicas, oriundas da reversão desses fluxos, comprometam o desempenho da economia.

Com isso, um dos pontos cruciais determinantes da vulnerabilidade externa do Brasil são os movimentos de capitais, na qual a maior liberdade de entrada e saída de recursos determinará na elevação de sua dimensão. Assim, a influência dos movimentos de

---

<sup>19</sup>HERMANN, Jennifer. *Ancoragem cambial em ambiente de elevada mobilidade internacional do capital: alcance, limites e soluções*. Estudos Econômicos, São Paulo, V.29, N.4, p. 475-511, outubro-dezembro 1999.

<sup>20</sup>PRATES, Daniela Magalhães. *A gestão dos fluxos de capitais na América Latina nos anos 1990*. Leituras de Economia Política, Campinas, (4): 125-55, jun. 1997b.

capitais sobre a vulnerabilidade externa depende da magnitude do investimento em portfólio na conta de capitais, pois é o mais volátil e se movimenta a partir das variações conjunturais, em especial, na esfera financeira<sup>21</sup>, deixando a credibilidade, em economias instáveis, como a do Brasil, abalada, ou seja, com a livre mobilidade de capitais, os investidores mudam suas composições de portfólio, aumentando o número de ativos de menor risco e reduzindo, assim, recursos para os países com economias instáveis.

Dessa forma, fica clara a dependência da liquidez internacional, ocorrida no final dos anos de 1980, associada ao processo de globalização financeira e as altas taxas de juros praticadas pelo Brasil, para reduzir os problemas fiscais e financeiros do setor público, além de viabilizar o programa de estabilização econômica apoiado em uma âncora cambial e, conseqüentemente, controlar as taxas de inflação.

---

<sup>21</sup> PAINCEIRA, Juan Pablo e CARCANHOLO, Marcelo Dias. Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa na América Latina: os impactos sobre Brasil, México e Argentina na década de 90. VII Encontro de Economia Política. Período de 28 a 31 de maio de 2002.

## **Notas conclusivas**

Como podemos ver, com a crise do fordismo, no início da década de 1970, os países desenvolvidos depararam-se com enormes dificuldades e uma crise que batia à porta, que acabou pressionando a elevação dos preços e colocando em xeque as bases de sustentação Welfare State. Dessa forma, os Estados Unidos elevaram suas taxas de juros na tentativa de fortalecer o dólar – que estava enfraquecido com a ruptura do sistema de Bretton Woods –, restituindo sua hegemonia. Como consequência dessa medida, os Estados Unidos sugaram a liquidez internacional, valorizando sua moeda e gerando uma recessão mundial no início dos anos 80.

No caso do Brasil, estas medidas geraram estagnação e altos índices de inflação. Com isso, o que se viu nos anos de 1980 foi a criação de sucessivos planos de estabilização econômica de caráter ortodoxo e heterodoxo, que utilizavam como medida principal o congelamento geral de preços e ajustes fiscais. Porém, estes planos tiveram como questão fundamental para seus insucessos a situação internacional desfavorável, na qual mercados financeiros permaneciam com baixa liquidez e impossibilitavam novos empréstimos aos países como o Brasil.

Nesta época, uma linha de pensamento sobre a crise que abalara o Brasil ganhou relevância, os chamados ortodoxo-monetaristas, que associava a inflação à existência de pressões sem controle da demanda, em particular, aquelas causadas pelo déficit público e indexação da economia, que alimentava a batalha entre lucros e salários. Porém, como vimos, se entre 90 e 93 o Brasil obteve bons resultados com o setor público, mantendo superávits primários em todos os anos e mesmo assim não evitou o crescimento da inflação, qual seria raiz da questão? A idéia foi mostrar que o controle da inflação só se tornou possível através da retomada da liquidez do mercado financeiro internacional e a

chance de financiar o balanço de pagamentos sem, obrigatoriamente, manter a taxa real de câmbio e gerar supersaldos comerciais.

Dessa forma, toda a estratégia do Plano Real só foi possível porque se apoiou em uma política de elevadas taxas de juros, com a entrada de um grande fluxo de capitais de curto prazo no país, e num elevado nível de reservas cambiais, originados a partir de 18 meses de importações, atingindo em junho de 94, US\$ 40,5 bilhões. Essa quantidade de reserva permitia neutralizar especulações contra a nova moeda. Além disso, a disponibilidade internacional de recursos tomada na época e a rentabilidade aos capitais estrangeiros asseguraram o financiamento do balanço de pagamentos e mantiveram a estabilidade cambial até 99, tranquilizando as autoridades econômicas.

Assim, a utilização da âncora cambial e o abandono da desvalorização do câmbio como caminho inelutável da política econômica tiveram como peças-chave a liquidez internacional e o aumento das reservas. A nova política cambial alterou a relação entre o câmbio e as políticas fiscal e monetária, viabilizada graças à liquidez internacional, permitindo fixar um dos elos da correia de transmissão dos preços e redesenhar a articulação entre os instrumentos de política econômica. O aumento do grau de certeza sobre os preços, sobretudo o câmbio, fez com que os agentes econômicos deixassem de formar preços a partir da expectativa de repasse necessário para suprir seu estoque. Além disso, o câmbio fixo provocaria um aumento no grau de substituição dos ativos domésticos e ativos estrangeiros, determinaria uma maior integração entre os mercados financeiros nacionais e internacionais e os investidores estrangeiros teriam uma melhor visão quanto ao título da dívida e os nossos ativos. Como vimos, a fixação dos preços dos bens em moeda local, através do congelamento do câmbio nominal, introduziu forte pressão estabilizadora no nível geral de preços. O que reforça a tese central contida na monografia,

já que essa política cambial somente foi possível devido ao ambiente internacional favorável.

## Referências Bibliográficas

- BACHA, E.. **Plano Real: Uma segunda avaliação**. IPEA, Brasília, 1997.
- BAHRY, Thaiza Regina e PORCILE, Gabriel. **Os ciclos de endividamento da economia brasileira no período 1968-1999**. Revista de Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, 8 (1): 5-32, jan./jun. 2004.
- BARBOZA, P. A. **Mudanças Principais da Política Cambial Brasileira nos anos 80 e 90**. Campinas, dezembro/1996.
- BATISTA, P. N.. **Consenso de Washington: a visão neoliberal dos problemas latino-americanos**. São Paulo, 1994.
- BELLUZZO, L. C. e COUTINHO, L.. **Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. Economia e Sociedade**. Campinas, (7): 129-54, dez. 1996.
- BELLUZZO, Luiz e ALMEIDA, Julio. **Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real**. Civilização Brasileira. Rio de Janeiro, 2002.
- BELLUZZO, Luiz G. **Plano Real: do sucesso ao impasse**. Economia Aplicada, V.3, N. Especial, p. 79-93, 1999.
- BRESSER PEREIRA, L. e NAKANO, Y.. **Hiperinflação e Estabilização no Brasil: o primeiro Plano Collor**. Revista de Economia Política, vol. 11, nº 4 (44), outubro - dezembro/1991.
- CORAZZA, G.. **A Inserção do Brasil na Globalização Financeira: uma análise introdutória da década de 1990**. In: Congrès International Marx, 2004, Paris, 2004.
- EICHENGREEN, B.. **A Globalização do Capital. Uma história do Sistema Monetário Internacional**. São Paulo. Ed. 34, 2000.
- FILGUEIRAS, Luiz Antonio Mattos. **História do Plano Real: fundamentos, impactos e contradições**. Boitempo Editorial, São Paulo. 2000.
- FRANCO, G. **Auge e declínio do inflacionismo no Brasil**. Texto para discussão, nº 487, PUC – Rio, setembro /2004.
- GONÇALVES, Reinaldo. **Globalização e desnacionalização**. São Paulo: Paz e Terra, 1999.
- HERMANN, Jennifer. **Ancoragem cambial em ambiente de elevada mobilidade internacional do capital: alcance, limites e soluções**. Estudos Econômicos, São Paulo, V.29, N.4, p. 475-511, outubro-dezembro 1999.
- LOPREATO, F. Luiz. **Um olhar sobre a política fiscal recente**. Economia e Sociedade, Campinas, v. 11, n. 2 (19), p. 279-304, jul./dez. 2002.
- MORAES, R. C.. **Plano Verão: Prelúdio do Plano Inverno (Outono?)**. Indicadores Econômicos, Porto Alegre, RS, v. 7, n. 1, p. 61-64, 1989.
- PAINCEIRA, Juan Pablo e CARCANHOLO, Marcelo Dias. **Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa na América Latina: os impactos sobre Brasil, México e Argentina na década de 90**. VII Encontro de Economia Política. Período de 28 a 31 de maio de 2002
- PRATES, Daniela Magalhães. **A gestão dos fluxos de capitais na América Latina nos anos 1990**. Leituras de Economia Política, Campinas, (4): 125-55, jun. 1997b.
- PRATES, Daniela Magalhães. **Abertura financeira e vulnerabilidade externa na economia brasileira na década de noventa**. Dissertação de mestrado pelo IE-UNICAMP. Campinas, 1997a.

PRATES, Daniela Magalhães. **O ciclo recente de absorção de recursos externos e a vulnerabilidade externa da economia brasileira nos anos 90.** IV Encontro de Economia Política. Período de 1 a 4 de junho de 1999.

PRATES, Daniela Magalhães. **Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa.** (In: Ricardo Carneiro et al. Gestão Estatal no Brasil: armadilhas da estabilização 1995 – 1998). São Paulo, Fundap, 2000.

SILVA, Maria Luiza Falcão. **Plano Real e Âncora Cambial.** Revista de Economia Política, vol. 22, nº 3 (87), julho-setembro/2002.