



1290004377

TCC/UNICAMP
N17c
IE

Monografia

CEDOC - IE - UNICAMP

A Condução da política cambial nos planos de estabilização no Brasil: Lições do Plano Cruzado e do Plano Real

Aluno: Pedro Carvalho do Nascimento – RA: 035227

Orientador: José Pedro Macarini

Campinas, Junho de 2008.

CEDOC - IE - UNICAMP
IE Instituto de
Economia



Sumário

Introdução.....	4
Capítulo 1 – Crise da dívida externa e o Plano Cruzado.....	6
1.1 Antecedentes do Plano Cruzado.....	6
1.2 Plano Cruzado: uma breve anestesia, sem a cirurgia.....	14
1.3 Setor Externo – Plano Cruzado.....	25
Capítulo 2 - Reinserção financeira e o Plano Real.....	29
2.1 Antecedentes do Plano Real.....	29
2.2 Plano Real – finalmente sucesso.....	37
2.3 Setor Externo – Plano Real.....	47
Conclusão.....	58
Referências bibliográficas.....	61

Índice de Tabelas

Tabela I – Inflação Anual no Brasil.....	16
Tabela II – Inflação Mensal no Brasil.....	21
Tabela III – Imposto de Importação.....	34
Tabela IV – Evolução da Inflação.....	44
Tabela V – Balança Comercial.....	49

Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Reservas internacionais: caixa.....	24
Gráfico 2 – Balança comercial - (FOB) – saldo.....	24
Gráfico 3 – Balança Comercial – (FOB) - saldo.....	32
Gráfico 4 – Saldo comercial Acumulado nos Últimos Doze Meses.....	51
Gráfico 5 – Crescimento do PIB no Brasil.....	44

Introdução

A desarticulação dos fatores dinâmicos que impulsionaram a economia brasileira nos anos setenta, assim como a posterior reversão do quadro de elevada liquidez internacional, incluem-se entre os principais vetores da crise que se manifestou na década de 1980, desdobrando-se na deterioração fiscal e financeira do setor público e suas conseqüências, resultando no ajuste à crise da dívida, que irá condenar toda uma década ao ostracismo. Severas crises cambiais apenas pioraram e alimentaram a marcha para a hiperinflação.

Neste contexto turbulento, tanto interno quanto externo, os anos 80 foram batizados de “a década perdida”. Revelando um quadro de crise profunda e persistente, marcado por uma exacerbada instabilidade macroeconômica, forjaram comportamentos próprios de um brutal encurtamento do horizonte temporal das decisões de preços e das formas de acumulação de riqueza. Tal situação limitava severamente os poderes da política monetária. A limitação se traduzia na incapacidade de construir um ambiente econômico que encaminhasse as decisões privadas ao investimento produtivo e à fixação de preços fundada nos critérios de custo de produção e de margens “normais” de lucro.

Nosso objetivo neste estudo é a análise dos planos de estabilização, o Plano Cruzado (1986) e o Plano Real (1994), nos quais há importantes lições, fundamentais para a economia brasileira, focando nas políticas cambiais de cada plano, assim como na influência de fatores externos, liquidez internacional e a incidência de fluxos de capitais nas contas externas do Brasil. Traçando um

panorama da evolução do Balanço de Pagamentos e seu impacto nos resultados obtidos pelos respectivos planos de estabilização. Ou seja, analisando o papel da conjuntura externa no sucesso e fracasso obtido nas tentativas de controle da inflação no Brasil.

Nossa hipótese é que, de forma geral, os planos de estabilização, anteriores ao Plano Real, falharam devido à conjuntura da situação externa. Ou seja, a situação crítica do balanço de pagamentos brasileiro, as diversas crises cambiais, a falta de capitais capazes de financiar o déficit em conta corrente foram determinantes na condenação ao fracasso das diversas tentativas de controle inflacionário. Já no Plano Real, o cenário externo acabou por contribuir para o seu sucesso. O forte aumento da liquidez internacional acaba por atrair capitais de curto prazo capazes de financiar o balanço de pagamentos. Portanto o cenário externo foi fundamental para o sucesso do Plano Real, se não o seu principal determinante. Bem diferente da situação crítica do balanço de pagamentos, devido a escassez de capitais externos, que os planos anteriores enfrentaram.

Portanto o trabalho consiste em entender como se deu o sucesso do Plano Real. A influencia do cenário externo e os reais motivos que levaram ao controle da inflação. Entender quais foram os problemas enfrentados pelos planos anteriores ao Plano Real, que impediram atingir os seus objetivos.

Capítulo 1 – Crise da dívida externa e o Plano Cruzado

1.1 Antecedentes do Plano Cruzado

O ajuste à crise da dívida, ocorrido na primeira metade da década de 80, forçou a transferência de recursos reais ao exterior, principalmente por parte do setor público, debilitando fortemente a ação estatal sobre a economia brasileira, em consequência de um problema mais amplo, que foi o endividamento externo em meados da década de 1970. No início do período do “milagre econômico” (1968 a 1973), o governo militar facilitou a captação de endividamento externo pelas empresas privadas, tanto de capital nacional como de capital estrangeiro. O crescimento vultoso do “milagre” acaba por fazer dívida passivamente, sem mudar a estrutura da economia brasileira. O crescimento é pautado no consumo de bens duráveis, sem uma contrapartida suficiente da produção de bens de capitais. Portanto, incapaz de se sustentar num período de longo prazo, ou seja, os investimentos de longa maturação são insuficientes, provocando um aumento do coeficiente de importação. Assim, os investimentos nos setores de bens de capital e indústria de insumos são insuficientes.

Com o fim da pujança do “milagre”, o governo militar lançou um ambicioso programa de substituição de importação, visando eliminar os gargalos para o crescimento econômico. Em 1974 é implantado o II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND), que teve como diretrizes básicas o desenvolvimento dos

setores de bens de capital e insumos básicos e o fortalecimento da empresa privada nacional. Mas os sinais do desaquecimento já eram visíveis. O primeiro choque do petróleo em 1973, já antecipava a mudança no cenário internacional.

No âmago do II PND estava o perfil industrial emergente, no qual seu eixo estaria a indústria de base e no "tripé", o capital nacional ocuparia posição de relevo. Articulando um novo Padrão de Industrialização, delegando a função dinâmica da economia na indústria de base. Outra diretriz, seria o fortalecimento do capital privado nacional, através de políticas pró ativas do Estado. "Assegurar à empresa nacional (privada) importante papel na estrutura industrial moderna e poderosa que se deseja consolidar no país." (II PND, p.37). Imputava papel de destaque às empresas estatais, delimitando, também, seu campo de atuação. Como campo do Estado estaria a responsabilidade estratégica; funções públicas (segurança, justiça); pelos setores de infra-estrutura econômica (energia, transporte e comunicações); e as áreas sociais (educação, saúde, previdência social). "Fica clara a subordinação da empresa estatal aos interesses maiores dos pactos. O II PND supôs a empresa estatal como agente líder da mudança do Padrão de Industrialização e de "reequilíbrio" da Organização Industrial." (Lessa, 1998, p.154). Infelizmente o plano não foi capaz de fortalecer o mercado acionário como fonte de financiamento, ou mesmo desenvolver uma política financeira e creditícia exitosa. Portanto, muitas vezes, as estatais acabavam sendo usadas como instrumentos de financiamento.

A prática do autoritarismo, a carga ideológica do positivismo, a euforia e a sensação de onipotência oriundas do milagre levaram o Regime a supor a empresa estatal um instrumento de seu poder. Não percebeu que seu autoritarismo era consentido pelos grandes pactos; não percebeu que a empresa estatal é um dos instrumentos dos pactos soberanos; não percebeu que ele mesmo, Estado, é um instrumento do movimento maior da economia. Nem o Estado, nem as empresas estatais têm a autonomia pensada pelo II PND.

Entretanto, a forma autoritária de organização do Estado, a desarticulação de amplos segmentos da sociedade civil, a eficácia dos mecanismos de coerção permitem que o equívoco pudesse permanecer por um longo tempo sem que seus autores dele se apercebessem (Lessa, 1998, p. 154).

O processo de estatização da dívida começa a se deflagrar. Estas, por sua vez, financiaram seus projetos de inversões tomando recursos no exterior, elevando a participação estatal na dívida externa brasileira. Esse movimento foi a primeira etapa da estatização da dívida. Mesmo a maioria das empresas públicas estando em setores *non-tradable*, portanto não tendo dólares como fonte de receita principal, dificultando o pagamento das dívidas externas. A não verdade tarifária - isto é, a fixação das tarifas não determinadas pelos custos – prática iniciada em como forma de subsidiar o setor privado, e de combate inflacionário, acabava por fragilizar ainda mais as estatais.

As tarifas e preços dos serviços e bens públicos, que já vinham sendo manejadas como peça da política anti-inflacionária, sofrem uma nova queda real a partir de 1988, agora com vistas a proporcionar uma relação câmbio-custos favorável ao *drive* exportador (Cruz, 1995, p.121).

Outro motivo para a não verdade tarifária seria a necessidade de combate à inflação, via preços administrados.

A necessidade do subsídio, via estatais, se deve a falta de grandes grupos nacionais capazes de centralizar capital, com o intuito de realizar as inversões necessárias, não sendo capaz de realizar investimentos estratégicos, devido à baixa capacidade de superar riscos. Esse processo acaba por onerar e fragilizar o Estado brasileiro. Com a necessidade de financiar o capital privado nacional, através do

sacrifício da estrutura financeira de suas estatais.

A segunda fase da estatização, já no final da década de 1970, se deu com os depósitos registrados em moeda estrangeira (DRME), mecanismo criado pelo Banco Central que permitia ao setor privado repassar suas dívidas denominadas em moeda estrangeira para o Estado, pagando-a em moeda nacional e transferindo as responsabilidades contratuais. Ou seja, o Banco Central garantia proteção cambial às empresas privadas. Transformando, de fato, o Banco Central em tomador de empréstimos junto aos bancos internacionais. Este mecanismo não era muito utilizado. Porém, com a reversão da conjuntura internacional em 1979 – segundo choque do petróleo, elevação dos juros nos EUA – e com a desvalorização do Cruzeiro, esse mecanismo foi largamente utilizado. E, na ocasião da crise da dívida em 1982, quase a totalidade da dívida externa brasileira era vinculada ao Setor Público. “Como resultado desses novos movimentos de estatização, o estoque de depósitos denominados em moeda estrangeira no passivo do Banco Central atingiu a cifra de US\$27 bilhões no final de 1985.” (Cruz, 1995, p.128).

O fim do ciclo de alta liquidez é marcado pelo segundo choque do petróleo, que gera um forte choque de oferta, aumentando o déficit comercial americano, maior importador do mundo de petróleo, o que faz Paul Volcker, presidente do Fed, aumentar os juros americanos, iniciando assim um novo ciclo de baixa liquidez na economia mundial.

Esse quadro acaba por onerar pesadamente o Estado brasileiro durante toda a década de 1980. Os fluxos de capitais se reduziram drasticamente enquanto no país houve uma enorme demanda por divisas a fim de financiar seu balanço de pagamentos. A crise da dívida, também relacionada ao aumentos dos subsídios e incentivos fiscais, obrigava o país a obter elevados superávits comerciais, tendo em

vista a geração de divisas para pagamento de juros da dívida externa.

Neste contexto o Brasil entra num ciclo vicioso entre juros, taxa de câmbio e inflação, em que as empresas exportadoras possuem grande poder de influência sobre o Estado. Primeiramente, observa-se uma espiral entre taxa de câmbio e inflação. A inflação acaba valorizando o câmbio real, afetando a competitividade das empresas exportadoras. A necessidade de superávits comerciais vultuosos para poder pagar os juros da dívida externa acaba forçando o governo a desvalorizar o câmbio nominal. Garantindo assim a competitividade do setor de exportação. Com 52,29% (Fonte: IPEA) da composição das importações, em 1982, são combustíveis – principalmente derivados do petróleo, insumo básico do mundo moderno, e que após os choques de oferta apresentou consideráveis altas no preço dessa *commodity*. A desvalorização do câmbio nominal torna todos os produtos importados mais caros, piorando assim o choque de oferta do petróleo, agravando o processo inflacionário – que por sua vez valoriza o câmbio real - retornando, assim, para o início do ciclo. A desvalorização do câmbio, também, aumenta o custo da dívida externa. Além desse ciclo perverso o setor exportador, só repassa seus dólares ao governo em troca de uma alta taxa de juros, via operações de *open market* - tendo um alto custo, na dívida interna, as operações para esterilizar a compra de dólares por parte do governo.

O mercado internacional estava avesso ao risco. Ou seja, com baixa liquidez, não havendo um fluxo de capital externo capaz de financiar o balanço de pagamentos brasileiro. Assim era necessário um ajuste recessivo da economia interna, que permitisse a redução das importações de modo a obter o saldo comercial desejado.

Enquanto o setor privado se via livre do ônus da dívida externa, através da

socialização das perdas – estatização da dívida externa - ainda restava resolver os impactos que a aceleração da inflação lhe causava. A conjuntura econômica era de alta incerteza; baixo crescimento; altas taxas de juros; e escassez de divisas. O desafio era compatibilizar crescimento com transferência de recursos para o exterior, sendo feito um ajustamento para reduzir o déficit em transações correntes. Esse ajuste era pautado na redução do déficit público; concomitante com a alteração de preços relativos para ampliar o coeficiente de exportação e diminuir o coeficiente de importação, viabilizando a geração de divisas. Assim a política cambial ativa passa ser o instrumento principal de incentivo às exportações, complementando à política de incentivos implícitos e explícitos que havia predominado durante o período de 1975 à 1980. Essa necessidade de geração de superávits comerciais acaba por impedir um crescimento sustentável. Já que num crescimento dos investimentos, ampliam-se as importações e cai a taxa de crescimento das exportações – cenário proibitivo devido às restrições de financiamento externo. Neste cenário o investimento público, foi desprezível durante toda a década de 1980 – o corte de investimentos era recorrente como mecanismo de ajuste fiscal, além da crise financeira do setor público, ambos reflexos da transferência de recursos reais para o exterior, apenas agravam o corte das inversões públicas. “Até 1984, como ainda era possível contar com o financiamento externo, a crise das finanças públicas não se explicitou de modo global. É no período seguinte que ela irá se manifestar com toda intensidade.” (Carneiro, 2002, p.193).

No setor privado as inversões também eram tímidas, e a prioridade era a “blindagem” contras as perdas advindas da aceleração inflacionária. As grandes empresas privadas, numa estratégia defensiva, ajustaram seus *mark-ups* para cima, devido a forte incerteza em relação à inflação futura.

Ao final do período de ajuste recessivo, em 1983, estava assim configurado o quadro de margens e taxas de lucro da grande empresa: O *mark-ups*, a margem bruta de lucro, alcançava 50% (39,3% em 1981 e cerca de 37% na média de 1978-80) para empresas nacionais e de 32,7% para as estrangeiras...” (Belluzzo, 2002, p. 218).

Reajustando seus preços acima da inflação vigente, evitando assim perda de capital devido à venda em um preço abaixo da inflação futura. Esse processo acaba por alimentar uma aceleração da inflação ainda maior. Portanto, a grande empresa privada ajusta-se perfeitamente à escalada inflacionária.

As empresas privadas exportadoras ficam numa situação ainda melhor, o mercado interno em declínio não limita seu crescimento. As desvalorizações cambiais, salários reais dos trabalhadores em declínio, e os incentivos governamentais aumentam seu ganho de capital. Além de serem as que fornecem os dólares ao Estado brasileiro, que pagava um alto preço nas operações de *open market* – venda de títulos do Tesouro Nacional, para esterilizar a compra de divisas por parte do governo federal. Assim apresentam bons resultados dos lucros operacionais e não-operacionais.

Já no setor público a situação é bem diferente, sendo duramente onerado nessa conjuntura, apresentando uma situação orçamentária delicada, devido ao processo inflacionário que corroía sua arrecadação – o controle tarifário impedia correções eficientes na formação dos preços das estatais. O estabelecimento da “não verdade tarifária”, como forma de subsídio ao setor privado apenas agrava esse quadro. Os subsídios ao setor exportador, também, oneram os cofres públicos.

Um custo elevado foi debitado à conta do setor público pelo amparo do ajuste privado sob a forma de isenções e incentivos fiscais, subsídios e absorção de dívidas e compromissos financeiros. A dívida externa foi assumida pelo Estado, que se utilizou para este fim mecanismos monetários (como os depósitos em moeda estrangeira no Banco Central), das empresas estatais e da política tarifária. Isso determinou um grave desequilíbrio patrimonial no Banco Central, além de comprometer o autofinanciamento e a capacidade de sustentação dos níveis de investimento das estatais. (Belluzzo, 2002, p.145)

Outro fato que contribuía para a debilidade das contas públicas eram as operações de *open market*, para esterilizar as divisas do setor exportador, aumentando a dívida interna. Os juros altos da política recessiva aumentavam ainda mais o custo da crescente dívida interna. Portanto, o Estado brasileiro se encontrava numa situação extremamente vulnerável, com um orçamento engessado em gastos correntes e com pouca capacidade de investimento. As margens para qualquer política econômica anticíclica eram limitadas. Ou seja, não havia muito espaço para ações governamentais voltadas a impedir, sobrepujar, ou minimizar, os efeitos provocados por choques externos (petróleo, alta dos juros americanos) que afetaram a economia brasileira, levando-a à recessão.

Apesar de todos os esforços a redução do déficit público obtido no período estava longe de equacionar de maneira mais sólida as finanças públicas. A combinação, simultânea, de corte de gastos (investimentos principalmente) com a política de incentivos e subsídios (associados à política monetária restritiva) e o aumento dos juros criou um forte desajuste nas contas públicas.

Na década de 1980 foram aplicados dois padrões de ajustamento precários, dada a restrição financeira do setor público, devido ao estoque de dívidas. Na primeira metade da década, a estratégia era cortes ativos nos gastos públicos, principalmente cortes de investimentos, visando a obtenção de um superávit primário

insustentável – a carga tributária bruta e líquida continuava se reduzindo devido ao aumento da carga de juros e a políticas de incentivos e subsídios. E na segunda, a retomada de gastos ativos, principalmente gastos correntes, apenas pioram a já grave situação. Para problematizar ainda mais a delicada situação o Tesouro acaba arcando com o ônus crescente dos desequilíbrios das empresas estatais.

1.2 Plano Cruzado: uma breve anestesia, sem a cirurgia

O Plano Cruzado, formulado e executado durante o governo do presidente José Sarney, nasceu de uma equipe econômica heterogênea, devido à difusa correlação de forças sociais e políticas existentes no período. Isso irá acarretar em inúmeros problemas e conflitos em sua implementação, impedindo a execução prática de todas as medidas elaboradas no bojo teórico do Plano.

Lançado pelo governo brasileiro em 1986 por Dilson Funaro, Ministro da Fazenda, partindo do diagnóstico do Ministro do Planejamento, João Sayad, no qual o “déficit do Setor Público” era de natureza eminentemente financeira. Resultado do enorme peso do serviço da dívida externa e interna sobre a situação financeira do conjunto das instituições vinculadas ao governo. Portanto, era um grande ônus para as finanças públicas a obrigação de rolar a dívida mobiliária federal interna, gerando um déficit no setor público, este por sua vez, recorre ao financiamento do setor privado e, dada a sua insuficiência, às emissões de papel moeda. Esse aumento da base monetária, para financiar o déficit, aquecia ainda mais a demanda agregada,

gerando uma inflação de demanda.

Definitivamente, houve medidas heterodoxas, como a utilização do controle de preços como instrumento de estabilidade, partindo da premissa de que as políticas convencionais – fiscal e monetária – foram incapazes de promover a estabilidade de preços e o crescimento econômico. A pretensão principal do programa de estabilização, através do controle de preços, foi a de realizar a estabilização dos preços relativos, de modo a regular os conflitos entre capitalistas na distribuição da renda, principalmente numa economia oligopolizada, melhorando as expectativas, criando um ambiente mais estável e previsível para, desta forma, as firmas serem capazes de trabalhar com um horizonte mais alongado de tempo na realização dos seus investimentos.

A partir de novembro 1985 a inflação alcançou taxas alarmantes, atingindo 17,8% em janeiro e 22,4% em fevereiro (Tabela II). Coloca um importante dilema para a política econômica, no qual o governo não indicava possuir resposta imediata ao recrudescimento inflacionário. A expansão econômica não bastou para dissipar o sentimento desfavorável em relação ao futuro imediato, pairando o temor de que o crescimento fosse abatido pela inflação. A inflação passou a atuar a tal ponto como elemento desestabilizador da situação interna e de enfraquecimento da posição brasileira na renegociação da dívida externa. O bom desempenho da economia nos últimos dois anos anteriores à implantação do Plano Cruzado fazia prever uma tendência natural a neutralizar eventuais efeitos estagnantes do processo de controle da inflação.

TABELA 1
Inflação no Brasil

ÍNDICE GERAL DE PREÇOS (IGP)	
Período	Variação (%)
1978	40,8
1979	77,2
1980	110,2
1981	25,2
1982	28,7
1983	211,0
1984	229,8
1985	235,1
1986	53,5
1987	416,0

Fonte: Ipea.

A concepção de inflação subjacente ao choque heterodoxo era a de inflação inercial. Segundo essa concepção, a inflação é decorrência de dois fatores principais: o fator aceleração da inflação, ocasionado por um choque de oferta e/ou demanda e o fator manutenção, que é a inflação se manter no mesmo patamar sem aceleração inflacionária e é decorrente do ímpeto dos agentes de manter sua renda real "blindada" da corrosão inflacionária.

A idéia básica é que num ambiente cronicamente inflacionário, os agentes econômicos desenvolvem um comportamento fortemente defensivo na formação de preços, o qual em condições normais consiste na tentativa de recompor o pico anterior de renda real no momento de cada ajuste periódico de preço. Quando todos os agentes adotam esta estratégia de recomposição periódica dos picos, a taxa de inflação existente no sistema tende a se perpetuar: a tendência inflacionária torna-se igual à inflação passada. (Lopes, 1986, p. 124).

Assim o esquema montado pelo Plano baseava-se na neutralização do fator inercial de inflação, associada ao congelamento de preços e salários. Baseado no

enfoque do “choque heterodoxo”, no qual o caráter inercial da inflação brasileira é reconhecido como causa mor deste processo de aceleração dos preços, porém rompendo a inércia por controles administrativos, ao invés de romper a inércia por administração de demanda.

Alguma espécie de pacto social traria a inflação a zero ao congelar os salários nominais, fixar a taxa de câmbio e controlar preços. O congelamento eliminaria o componente inercial da inflação. Dado que o déficit fiscal no conceito operacional é desprezível, os agentes teriam motivo para acreditar que, após o término do congelamento temporário, a inflação nula persistiria. (Arida, 1986, p. 16).

Com o fim da indexação, esperava-se romper a rigidez à queda da inflação. Para as empresas que promoviam o ajuste, significou uma abrupta e surpreendente paralisação dos processos defensivos, já que ocorre uma queda dos *mark-ups*. Portanto o processo não foi neutro, como foi disseminado na época. “Pelo menos em princípio, o plano representou um bloqueio arbitrário dos benefícios propiciados pelos ajustes das empresas.” (Belluzzo, 2002, p. 229).

O Plano pretendia solucionar diversos problemas estruturais da economia brasileira atuando em três frentes: o financiamento interno, o externo e a inflação.

Para combater a inflação foram adotadas uma série de medidas. Primeiramente, os preços foram congelados ao nível em que se encontravam em 27 de fevereiro de 1986. Assim, com o congelamento, esperava-se que após alguns meses, cessassem a “inércia” (ou “memória”) dos agentes para elevar seus preços. Rompeu-se este circuito vicioso de causa recíproca, de forma a tornar possível que a desindexação atingisse, também, o setor industrial. O congelamento era fiscalizado por cidadãos que, orgulhosos, faziam manifestações ufanistas como a proclamação do hino nacional quando um estabelecimento era fechado devido ao

aumento de preços, e chegaram a dar voz de prisão a gerentes de supermercados.

Reajustou-se o valor dos salários nominais. Nesse sentido, procurou-se, em primeiro lugar, preservar o poder de compra médio dos salários prevalecentes nos últimos seis meses. Sobre essa média, foi adicionado um abono de 8%. Já o salário mínimo foi elevado em 15%. Alterou-se o método de reajuste salarial, automaticamente acionado toda vez que a subida acumulada do IPC atingisse 20% (o chamado gatilho salarial), que assim reporia o poder de compra dos salários prevalecentes na data do último reajuste da categoria, preservando, portanto, os salários reais sem os transtornos da indexação plena e automática, como era a prática anterior. A idéia era desestimular os empresários a elevar seus *mark-ups* para cima, elevando o preço de seus produtos, pois isso implicaria em reajustes automáticos de seus custos salariais, sem a possibilidade de repassar estes aumentos de custos para o preço final de seus produtos. Não havia limitações para negociações coletivas de aumentos salariais. Estabeleceu-se a livre negociação entre empregados e empregadores e criou-se o seguro-desemprego.

Outra importante medida foi a adoção de uma taxa de câmbio oficial por moeda estrangeira congelada. A taxa de câmbio passou a ser fixa, eliminando as desvalorizações diárias da moeda nacional frente ao dólar, eliminando as pressões inflacionárias, oriundas da valorização diária do componente importado nos custos das empresas.

A substituição do cruzeiro pelo cruzado foi vinculada à supressão da correção monetária, eliminando a ORTN (Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional), título que variava mensalmente servindo de indexador, passou a denominar-se OTN (Obrigações do Tesouro Nacional), com correção monetária anual. Assim a correção monetária foi preservada, mas apenas para prazos superiores a um ano, e somente

para os títulos públicos e fundos vinculados ao SFH. A suspensão da correção monetária em suas outras modalidades foi importante, pois a correção monetária provocava uma indexação quase completa da economia e realimentava a expectativa inflacionária.

Decidiu-se pela livre fixação das taxas de juros, mantendo-as fora do congelamento. Pois essa se constitui instrumento básico da política monetária, a fim de controlar processos especulativos com ativos reais, garantindo assim o fim da “ciranda financeira”, que desviava de atividades produtivas volumosas somas de recursos, canalizadas às aplicações com rendimentos atrelados aos índices de preços. Havia empresas que lucravam mais no mercado financeiro do que investindo em suas próprias atividades. Em decorrência da desindexação, esgotaram-se as inúmeras formas especulativas de valorização no mercado financeiro. Portanto, se esperava que esses recursos migrassem para a economia real, financiando atividades produtivas da economia. A remonetização da economia ocorreu de maneira bastante rápida. “No primeiro mês do congelamento a base monetária e os meios de pagamento aumentaram em 36% e 80%, respectivamente.” (Moraes, 1990, p. 38). A manutenção de baixas taxas de juros constituiu um forte estímulo ao consumo, pautado na volta do crédito. A política monetária, efetivamente induziu uma preferência por ativos reais e de risco, em detrimento das aplicações financeiras (fim da “ciranda financeira”), mesmo que apenas momentaneamente, sendo condição necessária, porém não suficiente para a retomada dos investimentos. Portanto, o Cruzado obteve avanços na estrutura bancária, pois reestruturou os passivos e ativos dos bancos; barateou a captação de recursos; reduziu riscos e incertezas nas operações de financiamento; porém com o fim do imposto inflacionário e à queda das taxas reais de juros nos títulos de dívida pública,

onerou de forma expressiva os balanços do sistema bancário, forçando rápido ajustes nas contas bancárias.

A explosão do crédito foi, assim, inevitável, constituindo-se no componente individual mais importante de aceleração da demanda durante o congelamento de preços de 1986. O crescimento do crédito ao setor privado, concedido pelo sistema financeiro entre fevereiro e dezembro de 1986, alcançou 38,2% reais, sendo que para o sistema de bancos (inclusive o BB) o aumento foi de 86,7%. (Belluzzo, 2002, p. 262).

O efeito imediato dessas medidas foi elevar o consumo, reprimido durante anos, já em 1986 a economia cresceu 6%, impulsionada por esse *boom* de consumo. Esse efeito foi a redenção política que o Plano atingiu. Houve de fato um encantamento pela população, conferindo enorme popularidade ao governo Sarney, atingindo elevados níveis de aprovação. Houve um grande deslocamento da riqueza em direção ao consumo, ou seja, os agentes deixaram de aplicar na esfera financeira para alocar sua riqueza para a posse de bens e ativos reais, além do estímulo à antecipação do consumo, “efeito riqueza”, pressionando fortemente o lado da demanda. Esse primeiro impacto positivo foi consolidado em decorrência da queda da inflação: a taxa mensal em fevereiro de 1986 havia chegado a 22,4%, baixando nos três meses seguintes para 5,5%, -0,6% e 0,3% (Tabela II). Com o fim da correção monetária e dos rendimentos auferidos na esfera financeira pela elevada inflação, os aplicadores das múltiplas modalidades de captação de poupança, exceto bolsa de valores, migraram seus ativos financeiros para o consumo, mercado imobiliário e bolsa de valores. Porém esta reversão abrupta de expectativas era extremamente desestabilizador, pois não houve tempo suficiente para o lado da oferta agregada responder de maneira satisfatória.

O “efeito riqueza” e a explosão do crédito concedido pelo sistema bancário foram os principais determinantes do fracasso do Plano em acomodar o ritmo de evolução da demanda agregada a uma oferta estagnada após anos de virtual paralisa dos investimentos e sem poder contar com a elasticidade propiciada pelas importações em razão da crise cambial. (Belluzzo, 2002, p. 278).

Tabela II: Inflação Mensal no Brasil

ÍNDICE GERAL DE PREÇOS (IGP)

Período	Variação (%)	Período	Variação (%)
1986		1987	
Jan.	17,8	Jan.	12,0
Fev.	22,4	Fev.	14,1
Mar.	5,5	Mar.	15,0
Abr.	-0,6	Abr.	20,1
Mai.	0,3	Mai.	27,6
Jun.	0,5	Jun.	25,9
Jul.	0,6	Jul.	9,3
Ago.	1,3	Ago.	4,5
Set.	1,1	Set.	8,0
Out.	1,4	Out.	11,2
Nov.	2,5	Nov.	15,5
Dez.	7,6	Dez.	15,9

Fonte: Ipea, 1987.

A estabilização das variáveis econômicas aumentou a confiança do consumidor. As baixas taxas de juros estimularam ainda mais o consumo. Some-se a isso o fato da baixa atratividade das aplicações financeiras. A percepção desfavorável quanto às perspectivas do país foi substituída pela confiança no futuro, o que estimulou ainda mais o consumo. Tudo isso a princípio foi notório, mas as

inversões não foram capazes de suprimir tal explosão na demanda agregada. “A inflação retornou tão logo foram afrouxados os controles de preços, após novembro de 1986.” (Belluzzo, 2002, p. 278). Ver Tabela II.

Muitas vezes os recursos destinados à bolsa de valores não eram voltados às emissões primárias de ações, que iriam financiar o investimento e capitalização direta das empresas que se lançassem no mercado de capitais. Na verdade, o grosso destes recursos foi destinado a ações já em poder do público, havendo, portanto apenas uma mudança de posse e uma tendência à valorização dos papéis, sem garantia da sua aplicação na economia real, podendo ficar durante um bom tempo no ciclo financeiro, sem chegar na economia real, apenas valorizando papéis. Talvez se isso persistisse, poderia estimular novas emissões primárias, e de fato desenvolver o mercado de capitais brasileiro, como forma de financiar a atividade produtiva.

A inexistência de um sistema de financiamento privado de longo prazo foi crucial para explicar a não retomada das inversões. O setor privado tanto bancário quanto o próprio mercado financeiro eram incapazes de fomentar inversões de longa maturação. A aceleração do consumo acentuou o desequilíbrio potencial entre oferta e demanda, gerando um importante foco de desequilíbrio futuro.

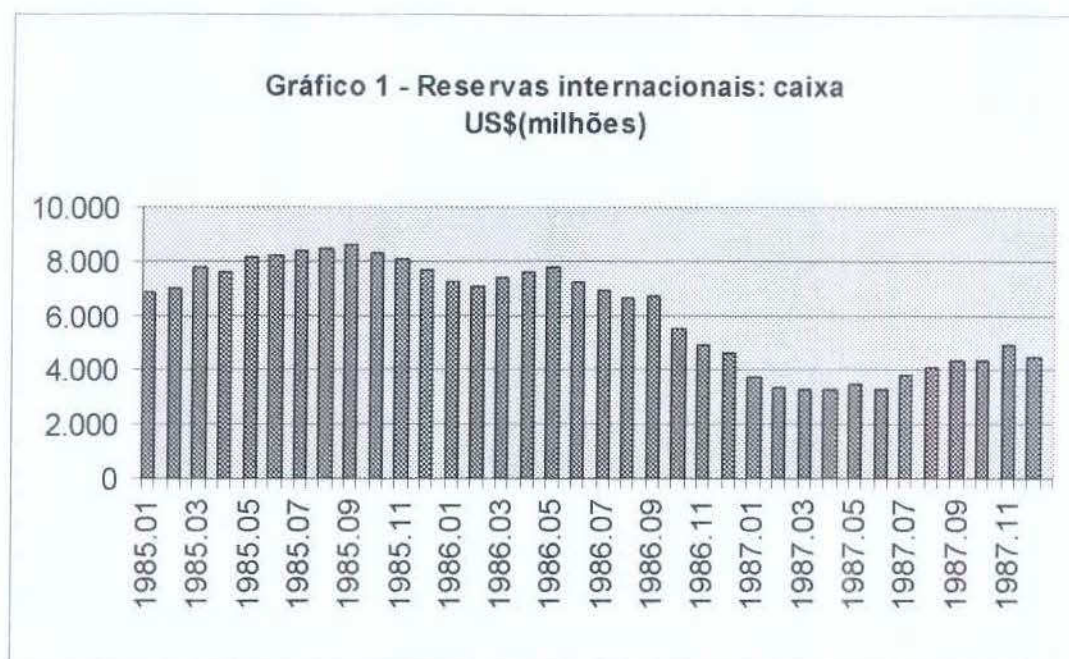
Para sanar as debilidades de financiamento de longo prazo da economia, numa segunda fase do Plano Cruzado, foi criado o Fundo Nacional de Desenvolvimento (FND), com o objetivo de financiar os investimentos programados no Plano de Metas. O Plano de Metas era composto de investimentos nas áreas sociais (saúde, educação, moradia) e de infra-estrutura (transporte e energia, principalmente). Tinha como objetivo eliminar gargalos e imprimir um novo dinamismo à economia. Visando desaquecer o consumo e fortalecer a capacidade

de inversão do Estado foram criados empréstimos compulsórios sobre combustíveis, automóveis e viagens ao exterior. Em relação ao investimento privado, instituiu-se uma nova forma de tributação que desestimulava aplicações financeiras de curto prazo, de modo a forçar um alongamento dos prazos.

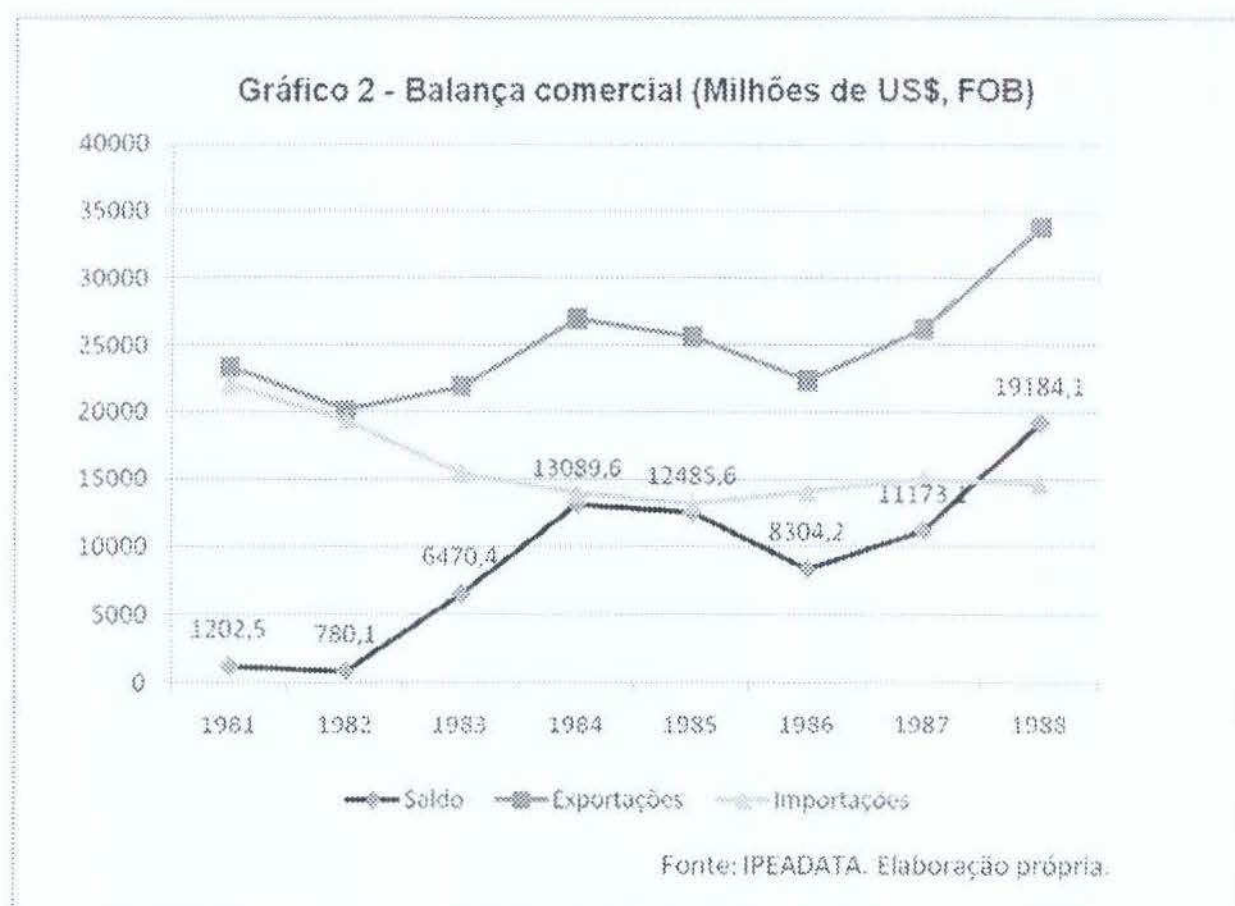
O FND acabou por apresentar pouca expressividade dos recursos frente ao montante do endividamento das empresas e o vultuoso programa de investimentos que era necessário realizar. Em relação ao investimento, o FND permaneceu inativo e o Plano de Metas, discretamente engavetado. Portanto, o governo teria que aumentar seu déficit para realizar os investimentos, mas isso aumentaria a demanda agregada, gerando uma pressão pelo lado da demanda, o que comprometeria a estabilidade de preços e cambial.

Já no mês de setembro de 1986, eram evidentes as limitações que a restrição externa impunha sobre a economia, ou seja, os pagamentos dos juros da dívida. O crescimento acelerado, apenas piorou esse quadro, pois houve um aumento das importações. O superávit comercial era fundamental, para gerar divisas necessárias ao pagamento da dívida externa. Com isso, havia uma limitação ao crescimento interno, que não poderia pressionar muito através aumento das importações, ou mesmo pela diminuição das exportações. A partir de setembro, ficava evidente o descompasso entre o consumo e a manutenção do superávit comercial.

As reservas internacionais formadas no momento anterior à implantação do Plano foram insuficientes. O Gráfico 1 mostra como o nível de segurança propiciado pelas reservas em caixa do Banco Central, são rapidamente corroídas, atingindo uma tendência de clara queda a partir do mês de junho. O nível de consumo começa a interferir na obtenção dos saldos da balança comercial. Assim, começa a perda de divisas, tão necessária para as operações de rolagem da dívida externa brasileira.



Fonte: IPEADATA. Elaboração própria



Os problemas de ágio e desabastecimento começaram a ficar crescentes, devido à falta de um aumento suficiente da oferta para atender a enorme demanda que a estabilização ocasionou.

O Plano Cruzado não foi capaz de solucionar os problemas de financiamento de longo prazo. As causas estruturais da inflação não foram enfrentadas, apenas piorando o problema com a defasagem de preços, oriunda de um congelamento assimétrico dos preços relativos. O crescimento ocasionado pela breve estabilização reduziu o saldo comercial e impôs um estrangulamento externo novamente. Como não se viabilizou adequadamente o financiamento, o nível de investimento permaneceu baixo e o crescimento logo se arrefeceu. Com o crescimento do ágio sobre bens e serviços – devido a uma expansão exagerada e abrupta da demanda – o controle inflacionário fracassou. “...podemos dizer que o insucesso do programa se explicita por sua incapacidade de levar adiante reformas de profundidade, restabelecendo novos eixos de expansão para a economia.” (Carneiro, 2002, p. 214).

1.3 Setor Externo – Plano Cruzado

A redução do superávit comercial em 1986 foi ocasionada por vários fatores. “O decréscimo do saldo observado entre meados de 1986 e 1987, num contexto de aceleração cíclica, resultou na sua maior parte da redução das exportações.” (Carneiro, 2002, p. 169). Houve uma visível perda do dinamismo das exportações

brasileiras a partir de setembro/outubro de 1986; contribuindo de maneira mais negativa na pauta de exportações foram os derivados do petróleo, o café e os ligados ao complexo da soja. Somando-se à alta demanda interna acabou por minar o saldo comercial. É importante destacar que no auge da absorção doméstica (1986-1987), a queda dos preços dos principais bens importados, compensou o aumento das quantidades importadas. Certamente, o esgotamento da capacidade produtiva doméstica em face do crescimento da absorção interna ocorreu na indústria de bens intermediários e em alguns segmentos de bens de consumo, exatamente os que possuíam elevado coeficiente de exportação, como diz Carneiro. Portanto, manter um crescimento sustentado, num cenário de estrangulamento externo que obrigava à manutenção constante de superávits comerciais era virtualmente incompatível. Mesmo levando em conta todas as transformações estruturais implementadas durante o II PND, não foram suficientes para a geração de superávits de forma estrutural.

Já do lado das importações observou-se um aumento na aquisição de alimentos, tendo em vista atender o súbito aquecimento do mercado interno, decorrente da estabilização econômica, e para garantir o abastecimento tornou-se necessário recorrer às importações, pois o setor produtivo interno não era capaz de atender a uma demanda tão alta, que tinha sido reprimida durante anos.

Para entender esse resultado desfavorável do saldo comercial, é necessário entender o comportamento do câmbio e da política de comércio exterior. Para atender à forte demanda interna, muitas empresas diminuíram suas exportações para suprir o consumo interno. Também o setor de insumos, ainda dominado pelo Estado, teve dificuldades de atender à demanda, principalmente pela baixa capacidade de investimento do poder público, o que aumentou as importações de

insumos básicos.

Cabe ressaltar que, após setembro, houve uma especulação, por parte das empresas exportadoras, que esperavam uma forte desvalorização do Cruzado. Com isso usaram mecanismo de atraso/adiamento da remessas de divisas para o Brasil. Com isso o saldo comercial em outubro caiu ainda mais.

Um outro fator para o saldo negativo no balanço de pagamentos foi a reversão da conta de capitais, com reflexo direto nas reservas internacionais. O fenômeno conhecido como fuga de capitais foi decisivo nessa tendência. Observa-se no período recessivo de 1981-83 aumento do montante de remessas de lucros e dividendos, enquanto, paralelamente, há uma queda do investimento externo. No biênio 1985/86, no qual há a retomada do crescimento esse movimento na conta de capitais persiste. As hipóteses que podemos levantar são que anos de baixo crescimento degradaram as expectativas de tal forma que inibiam investimentos mesmo na retomada do crescimento. Com a volta da expansão da economia, as empresas estrangeiras logo se lançaram a enviar remessas ao exterior, antes que o câmbio se desvalorizasse, ou seja, não viam com bons olhos, desde seu início, um desfecho favorável para o Plano Cruzado. Principalmente por ser um Plano extremamente heterodoxo, de difícil aplicação, o que no final mostrou-se ser um complicador de fato, na esfera política.

A explicação para a não entrada de capitais externos durante o Plano Cruzado reside num problema de decisão intertemporal, nas tomadas de escolhas pelas firmas estrangeiras. Como há um *gap* entre decisão e investimento, assim a entrada de capitais só se daria alguns anos após a estabilização ter se concretizado. Também deve se levar em consideração as estratégias globais vigentes de concorrência estabelecidas pelas matrizes.

Outro motivo para tal movimento seria as operações de venda do controle acionário das empresas transnacionais para outras empresas sediadas no país, e ligado à nova estratégia de expansão destas firmas, em que preteriam investimentos na América Latina, para investir em mercados tradicionais, e também no Sudeste Asiático, que se mostrava mais promissor.

O balanço de pagamentos apresentou um déficit de US\$3,15 bilhões em 1986, saldo bastante inferior ao superávit de US\$13 milhões do ano anterior, refletindo um agravamento da restrição externa, fundamental para entender o fracasso do Plano. Em relação ao gasto líquido com a conta serviços, os dispêndios com juros permaneceram estáveis, apesar de extremamente altos, porém houve um aumento das remessas de lucros e dividendos.

O calote da dívida mexicana em 1982 provocou uma contaminação do risco dos países emergentes. Assim, a comunidade financeira internacional, passou a ter um comportamento mais avesso ao risco, restringindo o mercado de crédito internacional. Os capitais passaram a buscar ativos com qualidade e segurança nas economias centrais.

Esse quadro mostra uma situação bastante complicada para o Plano Cruzado no âmbito das contas externas. Não há reservas suficientes, ou fluxos externos de capital dispostos a financiar o balanço de pagamentos brasileiro. Portanto, já nos primeiros meses de estabilização, a restrição externa minou as chances de sucesso almejadas pela equipe econômica. A estabilidade da taxa de câmbio nominal passou a ficar em risco; concomitante a isso, havia o risco de pressão inflacionária, através da desvalorização cambial. Portanto, configurou-se um panorama de constrangimento externo que conspirou contra a continuidade daquele plano de estabilização

Capítulo 2 – Reinserção financeira e o Plano Real

2.1 Antecedentes

O Governo Collor marca o início da liberalização financeira e comercial da economia brasileira. Buscando seguir as diretrizes tomadas no Consenso de Washington, o governo de Fernando Collor de Mello (1990-1992), teve como objetivo tornar a economia mais eficiente, especialmente através das privatizações e da diminuição dos impostos sobre a importação. Pela primeira vez, para além de uma política de estabilização, surgiu à proposta de um projeto de longo prazo, que articulava o combate à inflação com a implementação de reformas estruturais na economia, no Estado e na relação do país com o resto do mundo, com características nitidamente liberais – lógica estabelecida pelo Consenso de Washington. A abertura ao comércio internacional surge como oportuna alternativa ao crítico rumo pelo qual vinha seguindo a economia brasileira. Era preciso abrir o Estado ao capital estrangeiro, implementar uma política de privatizações, promover uma redução dos gastos públicos, bem como uma abertura às importações.

O Consenso de Washington, ocorrido no ano de 1989, reforça o então incipiente neoliberalismo, estabelecendo, neste sentido, dez diretrizes relativas à disciplina fiscal; redução dos gastos; reforma tributária; juros de mercado; câmbio de mercado; abertura comercial; investimento estrangeiro direto, com eliminação das restrições; privatização das estatais; desregulação (afrouxamento das leis econômicas e trabalhistas e do direito de propriedade) (Pinto Raulino, 2007, p. 3).

O Consenso de Washington: em novembro de 1989, reuniram-se em Washington membros do governo americano, FMI, BIRD, BID e economistas acadêmicos latinos americanos, em um encontro convocado pelo Instituto de Economia Internacional. Foram estabelecidas dez regras básicas: disciplina fiscal; redução dos gastos públicos; reforma tributária; juros de mercado; câmbio de mercado; abertura comercial; investimento estrangeiro direto, com eliminação de restrições; privatização das estatais; desregulamentação (afrouxamento das leis econômicas e trabalhista; direito à propriedade intelectual. Fundamentadas num texto do economista John Williamson, e que se tornou a política oficial do Fundo Monetário Internacional em 1990, quando passou a ser "receitado" para promover o "ajustamento macroeconômico" dos países em desenvolvimento que passavam por dificuldades. Cabe salientar que esse receituário foi tão bem aceito na América Latina, inclusive no Brasil, que superando a lista das dez recomendações, aprofunda ainda mais a liberalização e abertura para os fluxos de capitais internacionais foi muito além daquilo que o próprio Williamson julgava adequado.

O ano de 1992 marca a reinserção financeira, com um aumento dos fluxos de capitais para o Brasil – reflexo da globalização financeira. A integração de mercados provoca uma reinserção da periferia, que passa a receber os fluxos de capitais em busca de maior rentabilidade. O Brasil promoveu um expressivo processo de abertura comercial, que teve erros e acertos. As empresas foram expostas a um choque de competitividade, mediante o acirramento da concorrência com os produtos importados. As alíquotas médias de importação no Brasil foram gradativamente reduzidas, dos 43% vigentes em 1990, para 10,7% em 2005.

Com as taxas de juros no mundo desenvolvido baixas e um forte movimento de desregulamentação esse movimento de realocação financeira se intensificou.

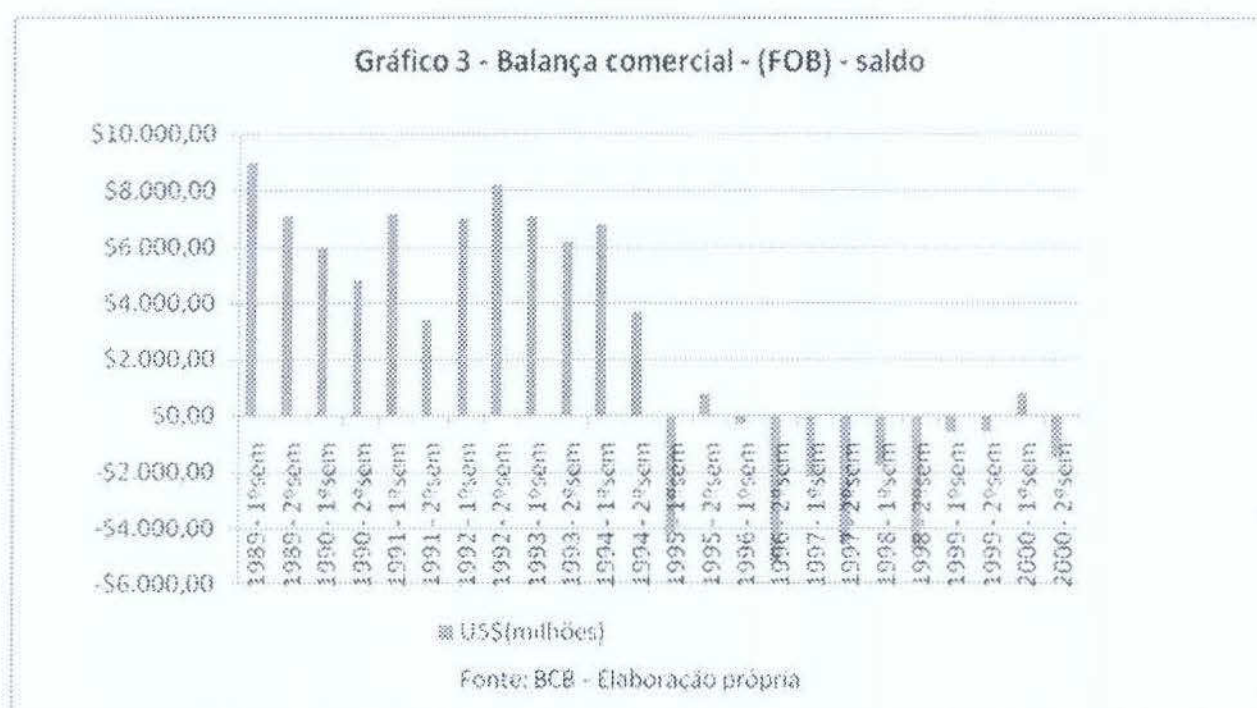
Diversos fundos de investimentos passam a incluir países emergentes no seu portfólio, numa estratégia de obter maiores ganhos, devido às altas taxas de juros, mesmo com o risco inerente dos mercados periféricos. A reinserção do Brasil no mercado financeiro privado internacional revela a plena exploração das inovações financeiras por parte dos agentes brasileiros e estrangeiros. É importante ressaltar que esse fluxo de capitais era relativamente baixo, em relação aos sofisticados mercados financeiros dos países centrais, mas bastante significativos para países como o Brasil. Especialmente se comparado ao período de crise da dívida externa na década de 1980, em que os fluxos externos foram drasticamente reduzidos.

Cabe ressaltar que os fatores internos não foram os únicos agentes desse ingresso de recursos externos. A abertura econômica foi importante para esse novo movimento, mas não é suficiente para explicar essa nova dinâmica econômica. A abertura econômica tem importância, mas sozinha não garante tal resultado positivo no fluxo de capitais que aportaram no Brasil a partir de 1992. O fator externo é de extrema importância para fechar a equação, ou seja, a conjuntura externa, marcado pela globalização financeira. Portanto, o apetite em busca de risco – alta rentabilidade - do mercado globalizado é fator chave que irá imprimir uma nova dinâmica na economia brasileira.

Os anos 1990 no Brasil marcam a transição do pensamento intervencionista – substituição de importações – para a visão neoliberal. A intervenção estatal passa a ser responsabilizada pela estagflação e pela crise da dívida na década de 1980. Passou-se a associar redemocratização com minimalização do setor público e desregulamentação da economia.

A abertura comercial brasileira dos anos 90 trouxe algumas lições importantes. Primeiro, é que é muito desfavorável reduzir alíquotas de importação

associadas à valorização cambial. O período 1994-1998, de valorização cambial, provocou uma forte reestruturação em vários setores. O impacto foi expressivo sobre o valor adicionado da produção e provocou um substancial aumento de US\$ 200 bilhões no passivo externo, decorrente principalmente dos déficits na balança comercial e de serviços - ver Gráfico 3 – Balança Comercial – (FOB) – saldo.



Segundo, toda abertura deveria ser precedida de melhora nos fatores sistêmicos de competitividade, que envolve as carências de infra-estrutura e logística, estrutura tributária, e condições de financiamento desfavoráveis. Algo cuja melhora evoluiu muito pouco antes da abertura iniciada por Collor, embora esse fosse sempre um pressuposto. Mesmo não atingindo todas as pré condições que maximize os benefícios da abertura economia, esta rendeu bons frutos ao Brasil e se mostrou fundamental para o combate a inflação nos anos seguintes – Plano Real.

Depois, entre 1988 e 1993, realizou-se amplo processo de liberalização comercial no qual se concedeu maior transparência à estrutura de proteção, eliminaram-se as principais barreiras não-tarifárias e reduziram-se gradativamente o nível e o grau de proteção da indústria local. Entre 1988 e 1989, a redundância tarifária média caiu de 41,2% para 17,8%, foram abolidos os regimes especiais de importação (exceto os vinculados ao *drawback*, ao desenvolvimento regional, ao incentivo às exportações, ao governo, ao Befiex e a acordos internacionais), unificaram-se os diversos tributos incidentes sobre as compras externas e reduziram-se levemente o nível e a variação do grau de proteção tarifária da indústria local, com a tarifa média passando de 51,3% para 37,4%, a modal de 30% para 20% e a amplitude de 0-105% para 0-85% (Averbug, 1999, p. 46).

As reformas propostas por Collor introduziram uma ruptura com o modelo brasileiro de crescimento com elevada participação do Estado e proteção tarifária, ainda que, na prática, a abertura comercial e financeira bem como o processo de privatização apenas deu seus primeiros passos no período de 1990-1994. A política industrial também ficou abaixo dos objetivos traçados, sempre subordinados à questão prioritária do combate à inflação. Já os planos econômicos Collor I e II não apenas fracassaram em eliminar a inflação, como resultaram em recessão e perda de credibilidade das instituições de poupança. Mas, de fato Collor marca um novo paradigma econômico brasileiro, em que o país passa a cada vez mais se inserir globalmente, que irá dinamizar internamente a economia, através da concorrência com produtos externos; acesso a um leque maior de produtos e máquinas de melhor qualidade; novos fluxos de capitais passam a aportar no país.

Tabela III - Imposto de Importação

1990	1991	1992	1993	1994	1995
32,1	25,2	20,8	16,5	14	13,1

Fonte: Baumann et alii (1998) – Elaboração própria

Em 1990, foi instituída a nova Política Industrial e de Comércio Exterior, que extinguiu a maior parte das barreiras não tarifárias herdadas do período de substituição de importações e definiu um cronograma de redução das tarifas de importação. As reduções se dariam gradualmente entre 1990 e 1994, de modo que, no final do período, a tarifa máxima seria de 40%, a média de 14%, a modal de 20% e o desvio padrão inferior a 8% (Averbug, 1999, p. 46).

Adotando uma política de abertura comercial, de adequação à efervescência neoliberal do período, o Brasil sofreu reformas várias, dentre as quais: desregulamentação do mercado financeiro; entrada maior de capitais estrangeiros; privatizações; dos gastos públicos e das barreiras tarifárias. Houve, assim, além da mitigação do protecionismo, uma liberalização financeira externa que viabilizou a transição de um regime fechado para outro mais aberto, comercial e financeiramente, bem como em termos de investimento direto. Assim, efetivamente, a economia brasileira passa a vislumbrar novas oportunidades, que permitiram finalmente o tão sonhado controle inflacionário, utilizando as novas possibilidades de uma economia mais aberta e dinâmica.

A interpretação predominante, da época, era que a adoção de políticas fiscais e monetárias austeras, a implantação de uma série de reformas estruturais

liberalizantes e a renegociação da dívida externa nos moldes do Plano Braday - Plano Brady é o nome dado ao plano de reestruturação da dívida externa de alguns países, que foi lançado no final dos anos 80. Essas medidas são vistas como fundamentais – reduzindo riscos e aumentando a rentabilidade – na criação de ambientes macroeconômico e institucional favoráveis à realização de inversões de longo prazo nessas economias e a seu financiamento. Políticas de liberalização e desregulamentação aumentam a eficiência na alocação dos recursos em nível internacional – potencializando a globalização dos investimentos e diversificação dos portfólios.

Portanto, os movimentos internos de política econômica teriam exercido papel preponderante na criação de estímulos para o retorno e o crescimento dos fluxos de capitais estrangeiros voluntários destinados à América Latina na primeira metade da década de 1990, enquanto fatores externos e especulativos têm seus papéis relegados a segundo plano. Os defensores dessa visão acreditam que uma condução apropriada das políticas fiscal e monetária e das reformas estruturais reduziriam o elemento especulativos presente nos fluxos de capitais e ativaria o crescimento dos fluxos de capitais de mais longo prazo e ligados a atividade produtivas, notadamente via investimento ou seu financiamento.

A interpretação alternativa preconizava que a adoção de políticas fiscal e monetária austeras e de reformas internas e a construção de um quadro macroeconômico sólido tenham impacto positivo do ponto de vista das expectativas e atividades de empresas, de instituições financeiras e de investidores de países desenvolvidos em relação à realização de operações na América Latina, isso não significa que se deva atribuir única e exclusivamente a esses movimentos internos dos países da região a explicação para o processo de retorno e de crescimento dos

fluxos de capitais estrangeiros voluntários para suas economias. Vale ressaltar, então, o papel dos movimentos – baixo crescimento e baixa rentabilidade dos ativos – na economia dos países desenvolvidos, assim como os desenvolvidos dos mercados financeiros internacionais a partir dos anos 1980.

O movimento de estreitamento dos espaços para aplicação de capitais de empresas de instituições financeiras e de investidores nos países desenvolvidos, assim como de redução da rentabilidade obtida por aplicadores em títulos públicos e privados. Portanto, exerceu papel essencial na explicação do processo de retorno dos fluxos de capitais estrangeiro voluntários para a América Latina, a partir do início da década de 1990, assim como tem importante papel na compreensão dos riscos associados a esse processo. Assim, a explicação está, fundamentalmente, na emergência e manutenção de um quadro macroeconômico nos países desenvolvidos que incentiva empresas, instituições financeiras e investidores em direção a novos mercados em países periféricos.

As reformas de liberalização e desregulamentação abrem espaço e eliminam restrições para a efetivação dos fluxos de capitais poderem aportar nesses novos mercados. Cabe salientar que esses fluxos são marcados pela presença de elevado componente especulativo e por operações que visam à remuneração no curto prazo. Vale ressaltar, também, que a credibilidade das políticas cambiais e o crescimento dos fluxos de capitais se reforçam mutuamente – acúmulo de reservas. Portanto, mesmo com as instabilidades políticas do governo Collor o Brasil voltou a ter capacidade de acumular reservas.

2.2 Plano Real: finalmente sucesso

Em 19 de maio de 1993 Fernando Henrique Cardoso - Ministro da Fazenda pelo Presidente Itamar Franco, implementou um plano econômico de estabilização conhecido como Plano Real, cujo objetivo central era acabar com a inflação, ou pelo menos reduzi-la. Os fundamentos teóricos de elaboração do Plano Real repousavam sob as diretrizes do "Consenso de Washington" – estabilização e desenvolvimento. Portanto, o plano desde sua idealização se pautou no liberalismo, na reestruturação produtiva e na globalização.

Em todos os lugares onde foram adotados, esses planos seguiram, sempre, o mesmo roteiro: combate à inflação, através da dolarização da economia e valorização das moedas nacionais, associado a uma grande ênfase na necessidade do "ajuste fiscal". Acompanharam a realização de reformas do Estado – sobretudo privatizações e mudanças na seguridade social -, desregulamentação dos mercados e liberalização (internacionalização) comercial e financeira (Filgueiras, 2000, p. 94).

No início da implantação do Real, eram enfatizados três principais objetivos buscados com o Plano: a inflação em trajetória declinante; o crescimento sustentado a longo prazo do PIB, dos investimentos, do emprego e da produtividade; e a redução dos desequilíbrios sociais de maneira relevante. Mais de uma década após sua implantação podemos verificar que apenas o primeiro objetivo foi alcançado. Porém o sucesso inicial do plano – em relação ao seu principal objetivo - foi tão completo que irá garantir o posto de Presidente do Brasil ao seu arquiteto – Fernando Henrique Cardoso. O programa econômico se mostrou de grande eficácia

em matéria de combate à inflação e resultaria no alinhamento de aspectos centrais da política econômica do Brasil ao modelo de estabilização e integração internacional adotado pela América Latina – principalmente México e Argentina. A partir do início da década de 1990, houve grande fluxo de capitais aportando na América latina – excesso de liquidez internacional. Alinhado nesta nova “ordem” os países periféricos passaram a ser importadores de “poupança externa”, em um processo generalizado de abertura comercial e desregulamentação financeira e cambial, em toda a América Latina.

O Plano Real foi concebido em três fases: a primeira caracterizou-se por um pacote fiscal chamado Programa de Ajuste Imediato (PAI), em 14 de junho de 1993, que consistiu na criação do Fundo Social de Emergência, de um corte orçamentário da ordem de US\$ 6 bi e pela criação do CPMF. A intenção óbvia era, além de combater o déficit fiscal – estabelecendo o equilíbrio das contas públicas –, combater a inflação de custos.

O Programa de Ajuste Imediato se pautava na idéia da racionalização dos gastos públicos; recuperação da receita tributária; reestruturação da dívida de estados e municípios; saneamento dos bancos estaduais e federais; e execução do programa de privatizações. Essas medidas são reflexo do diagnóstico da inflação de custos.

A segunda fase, caracterizada pela criação de um padrão estável de valor, a Unidade Real de Valor (URV), que não passou, na prática, de uma desindexação da economia, já que todos os preços foram convertidos em unidade de conta (e não a uma “nova moeda”), com paridade junto ao dólar. Era a idéia proposta por Larida (do final de 1984) colocada na prática com uma simples alteração em relação à proposta inicial: uma alta taxa de juros real, proporcionada pelo aumento do depósito

compulsório. Considerava promover uma hiperinflação, sem, contudo, sofrer seus terríveis efeitos. Pretendia promover o combate à inércia inflacionária.

Implementada em 27 de maio de 1994, a URV foi o instrumento para a introdução de uma nova moeda, evitando que esta fosse contaminada pela “memória inflacionária”. Restaurando assim a função de unidade de conta, destruída pela inflação e, também, possibilitando aos agentes econômicos restabelecerem preços relativos de modo a alocar os fatores de produção de uma maneira eficiente e minimante racional. Para o sucesso do processo de conversão, o pressuposto adotado, foi o da neutralidade distributiva. Convertendo preços e salários pela média de quatro meses, evitando conversões distorcidas “pelo pico” ou “pelo piso”.

Após grande parte dos valores terem sido convertidos para a URV, a nova moeda – o Real – foi finalmente implementado, em 1º de julho de 1994. Um controle maior foi instituído nas emissões monetárias autorizadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

Foi, também, estabelecido um teto máximo na taxa de câmbio, um real equivalia a um dólar – as reservas são fundamentais para manter o Real abaixo do teto de US\$1,00. Nesta época o Banco Central detinha US\$40 bilhões em reservas. A taxa de câmbio não era fixa, apesar de tanto o CMN quanto o Banco Central atuavam de modo a manter a paridade. A política cambial é o fator chave para a estabilização, a etapa da conversão para a URV poderia ter sido inclusive relegada de tal força foi a ancoragem cambial associada à abertura comercial.

A Medida Provisória (MP) 542 deu início à terceira fase do Plano Real. Lastreou a oferta monetária doméstica às reservas cambiais na paridade R\$ 1,00 por US\$ 1,00; fixou os limites máximos para o estoque da base monetária por trimestre; e, finalmente, modificou o funcionamento do CMN para dar maior

autonomia ao Banco Central.

Na prática, nenhuma das medidas foi mantida. Devido ao insucesso das metas monetárias, o governo abandonou a âncora monetária (primeira fase do controle inflacionário) em prol da cambial (segunda fase da estabilização monetária), conforme defendera Gustavo Franco.

O controle inflacionário, os elevados juros domésticos e a assinatura do Plano Brady fizeram com que os investimentos líquidos estrangeiros em carteira aumentassem, aumentando também os fluxos de capital estrangeiro para o Brasil. O resultado primário do governo aumentou em função da introdução dos novos impostos e pelo aumento das alíquotas realizadas pelo governo Collor, e pelo esforço de combater a sonegação do PAI.

Uma importante referência do Plano Real foi a experiência do Plano Cruzado, com todo o debate entorno à natureza da “inflação inercial” – disputa entre as duas posturas de uma “moeda indexada” *versus* “choque heterodoxo”. Além de diversas lições práticas deixadas pelo Plano Cruzado, foram utilizadas de modo a evitar cometer erros passados. Distinguindo-se de maneira significativa, o Real não incluiu o congelamento de preços. Evitando os grandes entraves judiciais contra a quebra de contratos. E mesmo nos primeiros meses do Plano a economia já mostrava sinais de superaquecimento, o que trazia à memória o fantasma do Plano Cruzado, em que não obtiveram sucesso na contenção do *boom* de consumo, comprometendo todo o processo de estabilização.

Assim o Plano Real segue o padrão de política monetária seguido pela América Latina, com o uso da âncora cambial, mecanismo capaz de convergir a inflação interna com a inflação externa – com o objetivo de reduzir drasticamente a inflação interna. A base do sistema de âncora cambial foi a intensificação da

abertura comercial e a valorização da moeda nacional, para conter o processo inflacionário por meio de preços menores dos produtos importados. Mas outras conseqüências da adoção da âncora cambial também ocorreram, tais como: o aumento das importações, o fraco desempenho das exportações e déficits na balança comercial no período de 1995 até o ano 2000; a elevação dos juros básicos da economia para atrair capital externo, via conta de capital, e a venda de reservas cambiais; tudo isto, para assegurar o câmbio fixo; e a elevação da dívida pública em decorrência da elevação das taxas de juros. O artifício da âncora cambial marca a primeira fase - de julho de 1994 até 13 de janeiro de 1999 - da estabilização monetária.

A reforma monetária e cambial de julho de 1994 foi considerada, desde seu começo, um marco na convergência da política econômica brasileira com o padrão latino americano vigente no período. É inevitável a comparação do Plano Real com o Plano Cavallo (Argentina) e o programa mexicano. É interessante assinalar as peculiaridades de cada programa de estabilização, mesmo possuindo um núcleo comum. O Plano Real é notadamente mais flexível e prudente que a lei de conversibilidade argentina; já o plano mexicano recorreu intensamente a políticas de preços e salários. Os elementos centrais presente nos três planos: uso da taxa de câmbio como instrumento de combate à inflação; abertura da economia às importações, por meio da drástica redução das barreiras tarifárias e não-tarifárias; abertura financeira externa, com a adoção inclusive de políticas de estímulo à entrada de capitais externos de curto prazo; medidas de desindexação da economia; ajuste fiscal e austeridade monetária; venda de empresas públicas.

Nestas três experiências, prevaleceu a idéia que o controle inflacionário demandava o uso da taxa de câmbio com o dólar como âncora cambial nominal. Em

detrimento do uso do câmbio como instrumento de ajuste do balanço de pagamentos. Portanto, a escolha foi de usar a taxa de câmbio como instrumento para, através da âncora cambial, convergir a inflação interna com a inflação externa, independente da perda de competitividade internacional e desequilíbrios no balanço de pagamentos.

Não é à toa que são traços comuns a essas experiências o crescimento explosivo das importações e o acúmulo expressivo de déficits na balança comercial e no balanço de pagamentos em transações correntes – resultado não só da valorização cambial, mas também da abertura do mercado interno às importações – nos casos argentino e brasileiro, mas não no mexicano. Portanto, a abertura financeira e a disposição de adotar políticas monetárias, tributárias e cambiais compatíveis com a atração de capitais especulativos constituem, assim, aspectos centrais do modelo de política econômica seguido nos três países. Neste contexto a política fiscal desempenha a função de sustentar a ancoragem cambial, impedindo um desequilíbrio crescente entre a liquidez em moeda nacional e as reservas cambiais, o que forçaria o Banco Central a praticar taxas de juros ainda mais altas, criando condições para ataques especulativos contra as metas cambiais.

Em relação às privatizações, ocorrida nesses países, um fator que potencializa a dinâmica desses planos, uma vez que implica em desnacionalização e entrada de novos recursos em moeda de liquidez internacional – fortalecendo as reservas, e corroborando para o sucesso da política cambial. Além de equacionar, mesmo que temporariamente, os problemas financeiros internos do setor público.

Portanto, o Plano Real segue, inicialmente, o padrão de política monetária – âncora cambial – em consonância com as políticas econômicas da América Latina.

Os fluxos de capital, potencializados pela abertura comercial e financeira foram capazes de aumentar as reservas do país, que fomentava a política cambial e foi determinante para o fim da inflação. Portanto, o contexto internacional é fundamental para o sucesso do Plano Real, sem reservas a essência do Plano a âncora cambial não poderia ser concebida. A formação de reservas, através dos fluxos de capitais, é condição *sine qua non* para estabilizar o câmbio e obter o sucesso no controle da inflação.

Os primeiros resultados foram rápida estabilização dos preços (vide tabela IV), acompanhada por rápida expansão do produto – o PIB cresceu 5,67% em 1994 e o setor industrial apresentou expansão de 7%. Houve, assim, ganho de poder de compra dos salários, e a volta do crédito financiando o consumo. A volta do crédito financiando o consumo estimula e aquece a indústria de bens duráveis - linha branca principalmente – beneficiando as classes menos favorecidas, ainda que pagando um juro alto. Porém, o Plano não muda a trajetória de baixo crescimento econômico, apesar de ter mudado bastante a estrutura econômica do Brasil. Afinal o foco sempre foi o combate a inflação, sendo uma preocupação secundária o crescimento sustentado do PIB (ver gráfico 5) – mesmo sendo uma de suas três diretrizes. Bacha, Lara Resende e Pêrsio Arida idealizadores do Real, já haviam tentado sua implementação no governo Collor, mas não conseguiram levar o projeto adiante, naquele momento, devido ao impeachment do Presidente Collor.

Tabela IV- Evolução da Inflação (%)							
Variação Acumulada	IGP-DI	IGP-M	IPC-FIPE	IPC-r	INPC	MÉDIA	M.M.A.*
jul/93-jun/94	5.153,50	4.852,90	5.167,30	0	5.167,30	5.083,48	5.083,48
1º semestre/94	763,48	732,26	780,18	0	759,15	758,59	7.271,84
jul-ago/94	8,9	8,44	9,4	11,87	9,74	9,66	73,93
set-dez/94	7,32	7,45	8,5	9,12	9,17	8,31	27,06
2º semestre/94	16,97	16,52	18,3	22,07	19,81	18,72	40,94
1º semestre/95	10,02	8,87	11,84	10,83	11,33	10,57	22,26
set/94-jun/95	18,07	16,98	21,35	20,94	21,54	19,76	24,16
jul/94-jun/95	28,69	26,85	32,31	35,29	33,39	31,27	31,27

*- média mensal anualizada de todos os índices

IGP-DI: Índice Geral de Preços-Disponibilidade Interna, apurado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) do Rio de Janeiro.

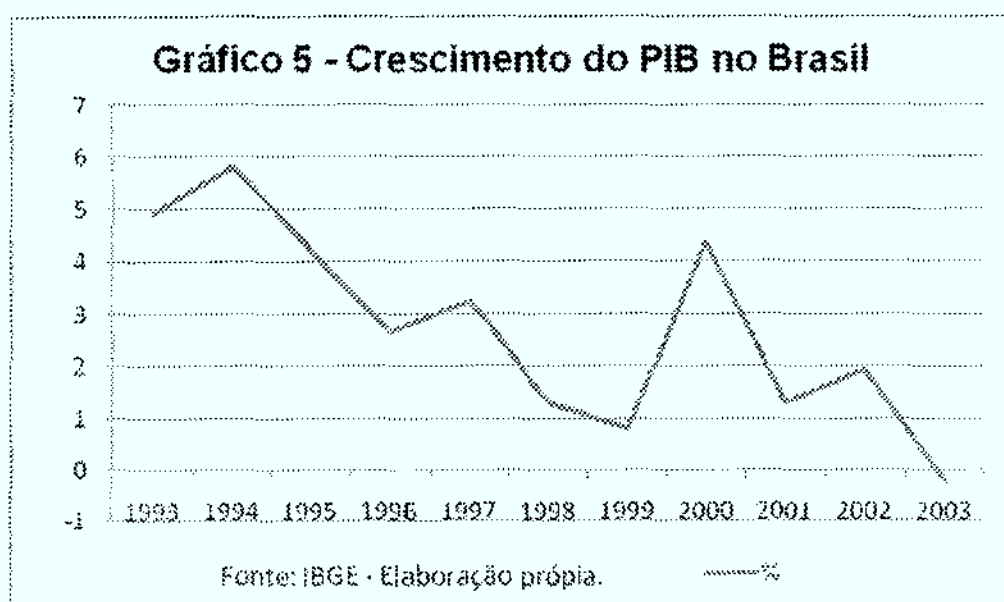
IGP-M: Índice Geral de Preços do Mercado, da FGV.

IPC-FIPE: Índice de Preços ao Consumidor, da Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (FIPE), Universidade de São Paulo (USP).

IPC-r: Índice de Preços ao Consumidor do Real (deixou de ser apurado desde o dia 1º de julho deste ano).

INPC: Índice Nacional de Preços ao Consumidor, da Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Fonte: Ministério da Fazenda – Elaboração Própria



A volta do crédito é na sua maioria direcionado ao consumo, sufocado durante anos, mas o financiamento para o investimento produtivo ficou muito baixo nos primeiros anos do Real. A reestruturação da economia acabou gerando efeitos indesejáveis, como o aumento do setor informal de trabalho. A combinação de baixa inflação e câmbio valorizado prejudicou o setor industrial do país, que passou a enfrentar de maneira abruta uma forte concorrência externa.

O grande fluxo de capitais internacionais que aportaram na periferia nos anos 1990, que desbordou do centro para a periferia "emergente", em resposta ao diferencial de juros – junto com o apetite pelo risco (alta rentabilidade) - que se ampliava à medida que eram abrandadas as políticas monetárias nos países desenvolvidos. Nestas circunstâncias favoráveis foram executados os programas de estabilização monetária, utilizando a ancoragem cambial (câmbio valorizado) e abertura econômica. Foram registrados progressos na situação fiscal e o crescimento reapareceu impulsionado, sobretudo, pelos ganhos de renda real decorrentes da estabilização. Porém, esse modelo adotado acarretou no aumento dos déficits em conta corrente, ampliou-se o estoque da dívida em moeda estrangeira e acentuava-se o encolhimento da estrutura produtiva; com desestímulo mais intenso às atividades exportadoras e àquelas voltadas para a substituição de importações.

É possível afirmar que países submetidos a traumas hiperinflacionários estão -raciocinando no limite- diante de uma disjuntiva desagradável: ou aceitam "regredir" para formas compulsórias e básicas de financiamento ou passam a depender da

dolarização crescente da economia, submetendo-se à perda de controle sobre a política monetária e de crédito e às incertezas das avaliações dos mercados financeiros internacionais (Belluzzo, 1995).

Um pré requisito fundamental para o sucesso do Real foi a acumulação de reservas, daí a grande importância da abertura econômica e financeira iniciada no início da década de 1990. Como discutido anteriormente, a abertura e desregulamentação potencializa este processo, porém o humor do mercado internacional – excesso de liquidez – foi o fator determinante do processo. Grande parte das reservas cambiais era formada por recursos provenientes de investimento externo em títulos públicos – atraídos pela alta taxa de juros interna. O acúmulo de reserva foi fundamental para a estabilização do câmbio e para o sucesso da âncora cambial. Além disso, era necessário promover um ajuste fiscal para não gerar inflação de custo.

Pouco antes do término do primeiro mandato, em dezembro de 1998, depois de cerca de seis meses de negociações, foi aprovado pelo FMI um acordo com o governo brasileiro. Esse Acordo previa um pacote de empréstimos da ordem de US\$ 41 bilhões, vinculado a uma série de condições que tangem a política macroeconômica do país, entre as quais se destaca o compromisso do Brasil em gerar um superávit primário - receitas menos despesas, sem considerar os juros e encargos da dívida - equivalente a 2,6% PIB em 1999. O acordo foi concebido de modo que permitisse ao Brasil enfrentar o cenário externo adverso que se formou e que gerava fuga de capitais.

O panorama mudou a partir da nomeação de Armínio Fraga para a presidência do Banco Central. Elevou as taxas de juros e iniciou estudos para adotar o regime de metas de inflação. E, com aval político para negociar com o FMI,

flexibilizou o câmbio. As reformas introduzidas no período do segundo mandato foram: privatização; fim dos monopólios estatais; mudança do tratamento do capital estrangeiro; saneamento do sistema financeiro; reforma (parcial) da Previdência Social; renegociação das dívidas estaduais; aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF); ajuste fiscal; criação de agências reguladoras de serviços de utilidade pública; estabelecimento do sistema de metas de inflação como modelo de política monetária.

A segunda fase da estabilização monetária iniciada em janeiro de 1999, em decorrência da derrocada do modelo baseado na âncora cambial, perdura até hoje e se caracteriza: pela substituição do sistema de bandas cambiais pelo regime de câmbio flutuante; pela implantação do sistema de metas de inflação (a partir de julho de 1999), que tem requerido desde sua introdução no país até muitos anos posteriores a manutenção de uma taxa de juro real muito alta; e por elevados superávits primários.

2.3 Setor Externo – Plano Real

A crise da dívida externa, nos anos 1980 juntamente com a baixa taxa de investimento agregado limitou o desempenho das vendas externas do Brasil, resultado que se refletiu na baixa competitividade da indústria brasileira. Limitando,

assim, o desempenho das nossas vendas ao exterior. Porém, houve uma importante mudança estrutural na economia brasileira. Com a redução das alíquotas tarifárias e o Real valorizado estimularam o aumento das importações, o que propiciou a importação de bens de capital visando o aumento da eficiência da indústria brasileira. Por outro lado o modelo de ajuste adotado no Plano Real acabou por prejudicar as exportações, mas a integração ao mercado internacional é fato incontestável. A corrente de comércio (exportação + importação), em 1995, atingiu US\$ 96,169 bilhões. Trata-se de montante 85% acima do registrado em 1990 (US\$ 52,075 bilhões).

Portanto, um aspecto relevante no período entre 1994 a 1999, foi que a combinação de abertura comercial e câmbio valorizado induziram forte aumento de insumos básicos e industriais que poderiam ser obtidos com preços menores de fornecedores estrangeiros, principalmente asiáticos. Este fenômeno permitiu um relativo ganho de produtividade aos exportadores que conseguiram manter seus laços de comércio. Mas o fato inevitável foi o aumento do desemprego doméstico, devido a “externalização” da demanda efetiva.

**Tabela V - Balança Comercial
(Resultado físico)**

em US\$ milhões

	EXP.	Nº ANO	12mes	IMP.	Nº ANO	12mes	SALDO	Nº ANO	12mes
94/jun.	3728	20101	40294	2499	13324	27342	1229	6777	12952
jul.	3738	23839	40609	2514	15838	27086	1224	8001	13523
ago.	4282	28121	41388	2776	18614	27521	1506	9507	13867
set.	4162	32283	42105	2641	21255	27945	1521	11028	14160
out.	3842	36125	42706	3186	24441	29037	656	11684	13669
nov.	3706	39832	43241	4115	28556	31112	- 409	11276	12129
dez.	3714	43545	43545	4523	33079	33079	- 809	10466	10466
95/jan.	2980	2980	43778	3284	3284	34594	- 304	- 304	9184
fev.	2952	5932	43952	4047	7331	36611	-1095	-1399	7341
mar.	3799	9731	44400	4734	12065	39096	- 935	-2334	5304
abr.	3394	13125	44159	3861	15926	40805	- 467	-2801	3354
maio	4205	17330	44502	4895	20821	43075	- 690	-3491	1427
jun.	4119	21449	44893	4895	25716	45471	- 776	-4267	- 578
jul.	4004	25453	45159	4001	29717	46958	3	-4264	-1799
ago.	4558	30011	45435	4230	33947	48412	328	-3936	-2977
set.	4167	34178	45440	3686	37633	49457	481	-3455	- 4017
out.	4405	38583	46003	4071	41704	50342	334	-3121	- 4339
nov.	4048	42631	46345	4033	45737	50260	15	-3106	-3915
dez.	3875	46506	46506	3926	49663	49663	-51	-3157	-3157
jan./96	3473	3473	46999	3437	3437	49816	36	36	-2817
fev.	3421	6894	47468	3427	6864	49196	-6	30	-1728
mar.*	3408	10302	47077	3873	10737	48335	-465	-435	-1258
abr.	4271	14573	47954	4073	14810	48547	198	-237	-593
maio	4506	19079	48255	4238	19048	47890	268	31	365
junho	3840	22919	47976	4167	23215	47162	-327	-296	814

Fonte: SICEPE

- (2) As exportações físicas representam o valor do produto efetivamente embarcado
 (3) As importações físicas representam o valor relativo ao ingresso físico do produto
 * Nos dois últimos dias úteis de março (28 e 29), o Siscomex sofreu parada técnica

As restrições externas foram o grande limitador do crescimento econômico, devido a alta correlação entre aumento da atividade econômica e aumento das importações. Além disso, muitas empresas exportadoras passam a atender o a demanda do mercado interno, que se encontrava aquecido e possibilitava maiores ganhos do que o mercado externo – o câmbio valorizado diminuía a rentabilidade das vendas externas. A combinação desses dois processos, aumento das importações e redução da exportações, provocava o desequilíbrio externo. A balança comercial acusou déficits de novembro de 1994 a junho de 1995 como

consequência da abertura comercial, processo acelerado ao final de 1994 e do maior ritmo de crescimento da economia – vide tabela V.

Por outro lado, sendo a taxa de juros doméstica maior que a externa, tomando como referência a taxa básica de juros americana, ocorreu um enorme ingresso de capital estrangeiro cujo destino era o mercado financeiro brasileiro, principalmente o mercado de renda fixa. Essa maciça entrada de moeda estrangeira, por sua vez, induziu forte apreciação cambial. Uma taxa de câmbio apreciada, ou mais baixa, tornou nossa moeda valorizada *vis a vis* o dólar americano o que gerou forte aumento das importações e redução das exportações. A consequência inevitável foi o déficit na balança comercial. Nosso país tornava-se, assim, cada vez mais dependente de poupança externa para financiar o déficit no câmbio comercial. Como consequência, o passivo externo líquido aumentou de US\$ 185 bilhões em 1994 para US\$ 355 bilhões em 2000. Foi fundamental a importância do fluxo de capitais, para abrandar a crise do balanço de pagamentos, e o Brasil se aproveitou de um cenário externo favorável em que o apetite dos investidores internacionais estava direcionado para a procura de melhores oportunidades devido a um cenário internacional marcado por excesso de liquidez, baixas taxas de juros, recessão nos principais países desenvolvidos e mudanças na dinâmica do sistema financeiro internacional. Para comprovar esta tese, basta notar que, em 1994, o saldo da conta capital e financeira do balanço de pagamentos era de US\$ 8,7 bilhões, aumentando para US\$ 29 bilhões no ano seguinte, ou seja, um incremento de 262%. Este saldo atingiu o pico em 1996 com US\$ 33 bilhões, somente se reduzindo de forma significativa a partir de 2002. Portanto, a conjuntura internacional foi fundamental para financiar nosso balanço de pagamentos.



As exportações são fundamentais não só para equilibrar o balanço de pagamentos, mas também para gerar renda e emprego local. No **gráfico acima** fica claro os efeitos causados por uma sobrevalorização cambial aliada a uma forte abertura da economia, o incentivo as importações acabou gerou sucessivos déficits na balança comercial brasileira. O que repercutiu num forte aumento do desemprego e aumentando a dependência dos fluxos especulativos de capital externo para financiar o balanço de pagamentos.

A participação das exportações do país no total das exportações mundiais reduziu-se de 0,96% em 1997 para 0,94% em 1998, e 0,86% em 1999. Esta é uma perda significativa. A queda de 1998-99 é particularmente relevante na medida em que a perda de competitividade internacional do país é acompanhada da redução do valor absoluto das exportações durante dois anos consecutivos (Gonçalves, 2001, p. 13).

As altas taxas de juros praticadas no Brasil a partir de 1994 tinham por objetivo central controlar a inflação, financiar a dívida pública e atrair capital estrangeiro. O forte ingresso de fluxos estrangeiros conduziu à valorização cambial. Porém, outro reflexo da taxa de juros elevada foi a restrição ao consumo popular e ao financiamento do investimento produtivo. Sem crédito disponível e concorrendo com o produto importado, muitas empresas foram a falência, e houve forte redução do produto doméstico. A taxa média de crescimento do PIB de todo o governo de FHC foi de apenas 2,4% a. a., uma das mais baixas da história recente do país.

Em dezembro de 1994 eclodiu a crise do México, o país passou por sérias dificuldades para quitar seus compromissos externos. Tendo como consequência uma mega desvalorização cambial e ainda levou o país a uma recessão. A crise cambial teve efeitos devastadores sobre o sistema financeiro nacional, pondo em risco a sua solvência devido à quase exaustão das reservas internacionais do país e à necessidade de pagamento dos títulos de dívida pública de curto prazo emitidos em 1994. Neste contexto, as autoridades mexicanas foram forçadas a adotar uma política de austeridade em 1995, a qual se traduziu numa quebra do PIB de 6,2% e no aumento significativo do nível geral de preços. Na segunda metade da década de 90, a adoção de políticas econômicas prudentes permitiu a recuperação gradual da economia mexicana e o restabelecimento da confiança dos investidores internacionais.

Mesmo seguindo a cartilha liberal, o México entrou numa severa crise tangida pela imprudência de uma persistente valorização da taxa real de câmbio, a economia mexicana escancarou um déficit em conta corrente que se aproximava dos US\$ 30 bilhões por ano.

Ajuste fiscal drástico, com geração de superávit nas contas públicas, ampla abertura comercial, descompressão financeira e livre movimento de capitais constaram do cardápio, acompanhados de intensa privatização de empresas estatais, da desregulamentação e da eliminação de subsídios e incentivos. O Pacto de Solidariedade constituiu-se na tímida homenagem que as novas virtudes prestam aos velhos vícios (Belluzzo, 1995).

O Efeito Tequila teve impacto imediato sobre a Argentina, Brasil e outros países ditos emergente, que alteraram suas políticas macroeconômicas, reagindo por meio da elevação dos juros para atrair os capitais externos, de uma política fiscal com cortes nos gastos públicos e, finalmente, de alterações nas políticas cambiais, tais como a criação da banda cambial em alguns países, como o Brasil, e a aceleração das desvalorizações da moeda em outros. Assim, praticamente todos os países que adotaram o ajuste liberal tiveram déficits crescentes na conta corrente, ou seja, esses países passam a depender cada vez mais dos fluxos especulativos internacionais tornando-os cada vez mais vulneráveis ao humor do mercado.

Pela primeira vez na década de 1990, a redução do ingresso de capitais estrangeiros no México e na Argentina, associada ao déficit em conta corrente, implicaram numa queda drástica das reservas internacionais destes países. O México contava com US\$ 29 bilhões de reservas em fevereiro de 1994, e quando do anúncio do aumento das taxas de juros dos Estados Unidos que desencadeou a saída de capitais do país, viu a situação agravar-se até atingir US\$ 6 bilhões em 22 de dezembro de 1994.

Já no Brasil, com alguma demora, as autoridades econômicas tomaram algumas medidas reativas ao efeito tequila. Em março de 1995, o Banco Central do Brasil passou a adotar uma nova política para o câmbio: o sistema de banda cambial, que se constituía em uma faixa delimitada, em que a moeda pode variar em

relação ao valor do dólar. Esse sistema é utilizado com o objetivo de realizar uma desvalorização controlada do Real, deslizando as faixas cambiais de modo a permitir uma desvalorização da moeda em 6% a.a. A Argentina não pode fazer uma desvalorização, pois havia colocado em sua constituição a paridade do peso com o dólar.

Outras medidas foram tomadas pelo governo brasileiro visando a contenção monetária e do crédito, o que acabou acarretando no estrangulamento do crescimento econômico. As principais medidas foram: a elevação dos Impostos sobre Operações Financeiras (IOF) para encarecer os empréstimos; a proibição da negociação de *commercial papers* (títulos de empresas comercializados nos mercados internacionais) e dos cheques pré-datados como garantia de crédito; a elevação dos compulsórios bancários em todos os agregados monetários (para reduzir o montante de recursos que os bancos dispõem para emprestar para o público); a proibição da abertura de novos consórcios e de lances para retirada de mercadorias e a elevação da taxa de juros básica da economia para até 35% ao ano, numa clara opção do governo de sacrificar o crescimento para evitar um déficit muito elevado no saldo comercial e como forma de prevenir uma pressão inflacionária pelo excesso de demanda.

As consequências foram uma redução do crescimento do PIB, com severa redução na produção industrial; aumento do desemprego; informatização da atividade econômica; vários credores passam a ter dificuldade de honrar seus compromissos o que prejudicou a carteira de ativos de vários bancos.

Elemento comum aos países que sofreram de maneira mais drástica ao efeito tequila é a excessiva dependência do financiamento externo, sendo que a entrada de capitais dos anos 90 apresenta desvantagens nítidas em termos de prazos,

volatilidade, natureza e destinação dos recursos.

A crise mexicana informa aos desavisados: não foram os países e seus mercados "emergentes" que voltaram ao mercado internacional de capitais, mas, sim, foram os mercados de capitais que voltaram aos países ditos emergentes. (Belluzzo, 1995).

O segundo momento de dificuldades nos países periféricos na década de 1990 ocorreu em decorrência da crise asiática em 1997. Os países que eram outrora chamados de "tigres asiáticos" mergulharam em uma crise cambial que gerou pânico no mercado financeiro internacional e afastou ainda mais os investidores estrangeiros dos mercados emergentes, entre eles o Brasil. A vulnerabilidade da economia brasileira tornou-se mais evidente, com um déficit em conta corrente de US\$ 33,4 bilhões em 1997. Mais uma vez o governo foi obrigado a adotar medidas de restrição a atividade econômica para evitar o descontrole externo.

A crise asiática teve, basicamente, sua origem no comportamento e na ação dos intermediários financeiros (companhias financeiras e intermediários não-bancários). O passivo dessas instituições era visto como garantia implícita do governo, pois elas não eram regulamentadas e tampouco fiscalizadas, portanto, sujeitas a sérios problemas de dano moral. Os empréstimos excessivos de alto risco concedidos por estas instituições criaram uma inflação nos preços dos ativos como ações e, principalmente, imóveis. A supervalorização dos ativos era, em parte, sustentada por um processo cíclico, no qual a proliferação de empréstimos de risco inflacionava cada vez mais os preços desses ativos altamente arriscados. Isso fez com que a condição financeira dos intermediários parecesse mais saudável do que era de fato (Triches, p. 9).

Ocorreram fortes movimentos de especulação contra o real, resultando numa intensa saída de capital do país, com perda de US\$ 12 bilhões nas reservas internacionais. A reação do governo brasileiro a crise asiática foi a elevação da SELIC de 24% em 1997 para 28% em 1998 numa tentativa fugaz de segurar o chamado *hotmoney* estrangeiro e manter a apreciação cambial, cerne do Plano Real. Também, a atração de IDE – devido às privatizações e as vendas de empresas nacionais a investidores estrangeiros – solucionavam em parte o déficit do balanço de pagamentos. Mas a consequência deste IDE é a remessa de lucros e dividendos para as matrizes no exterior, o que agravaria ainda mais o passivo externo do país. Outro agravante é que o IDE foi direcionado para setores não exportadores (telefonias, eletricidade, bancos, etc.) e que não são geradores de receita cambial, apenas de despesa cambial, como mostram Arienti e Campos (2003).

Para restabelecer a confiança dos investidores na capacidade do governo brasileiro de sustentar a moeda contra um ataque especulativo, foi implementado uma contração fiscal, buscando produzir um expressivo resultado primário. Outra medida, visando o curto prazo, foi a redução dos déficits em transações correntes, mediante a redução temporária das importações, e uma política de incentivo às exportações e da redução das despesas relacionadas às viagens internacionais.

A terceira grande adversidade externa surgiu em agosto de 1998, quando a Rússia, sem condições de pagar sua dívida externa, anunciou a moratória e a subsequente desvalorização do rublo. A crise asiática piorou sensivelmente a situação da Rússia, basicamente devido à redução da oferta de crédito internacional e à queda no preço das commodities (agrícolas, minerais e energéticas) exportadas pela Rússia. Por contágio o Brasil, também sofreu os reflexos da moratória russa. No

começo de 1998 o mercado de capitais começava se normalizar quando em agosto do mesmo ano a crise russa foi deflagrada. O fluxo de capitais para os países emergentes diminuiu de modo a dificultar o financiamento da dívida destes.

Como o ano de 1998 foi de eleições presidenciais no Brasil, a âncora cambial continuou a ser mantida, posto que nenhum ajuste fiscal fosse bem vindo em tais circunstâncias políticas, o que viria a tornar o déficit ainda maior. Só em 1999, o Brasil deixou de utilizar a âncora cambial, assim o Banco Central abandonou o regime de bandas cambiais e permitiu a flutuação da taxa de câmbio. Tanto na crise asiática quanto na crise russa, os investidores estrangeiros sacavam recursos que haviam antes aplicados nos países emergentes para recomposição de prejuízos e devido ao medo de sofrerem novas perdas. Terminava assim, de forma melancólica, a experiência de banda cambial do Plano Real e o projeto de moeda forte do governo.

Conclusão

Os fluxos de capitais, aliada a abertura financeira, foram capazes de aumentar as reservas do Brasil. Sendo o acúmulo de reservas condição essencial para a implementação da âncora cambial, que juntamente com a abertura econômica conseguiu finalmente controlar a inflação. O sucesso do Plano Real só foi possível devido às condições de liquidez do mercado de capitais internacional, sendo impensável realizar tal ajuste em condições adversas do mercado internacional como foi a década de 1980 – uma das restrições que limitou o Plano Cruzado. Portanto, o acúmulo de reservas – formado em grande parte pelo fluxo especulativo que aportou no país no período analisado – é condição *sine qua non* para o controle inflacionário.

O Plano Real reestruturou a economia brasileira de maneira profunda. Aumentou a renda real do setor de serviços – *non tradeables* – justamente pelo modo como o Plano combatia a inflação. Houve uma expansão do crédito, que infelizmente foi restringindo pelas três crises externas discutidas anteriormente. O mercado de trabalho piorou devido ao câmbio sobrevalorizado que estimula as importações. Houve, também, um aumento do setor informal da economia, reflexo do baixo crescimento da Era FHC.

Uma das lições deixadas pelo Plano Real é a perigosa combinação de câmbio valorizado e abertura econômica, que na época provocou sucessivos déficits em conta corrente. Sendo o ideal um câmbio estável – facilita a tomada de decisões dos agentes econômicos – e num patamar que estimule as exportações. Gerando

demanda efetiva interna – produzindo valor agregado localmente aumentando a renda e o emprego.

Apesar do sucesso no controle inflacionário, o Plano Real não foi capaz de superar a armadilha do crescimento, em que mais uma vez o setor externo era o limitador da expansão do produto interno bruto. Em vários momentos, a política monetária foi usada de modo a inibir o crescimento econômico para controlar os déficits em conta corrente. Assim a política monetária – aumento dos juros – tinha duas finalidades aumentar a entrada de capitais externos e inibir o crescimento econômico.

O frequente aumento de juros onerava ainda mais as finanças públicas, que com o fim da inflação passam a ser um grande problema. O aumento da entrada de capitais faz alimentar a base monetária da economia (expansão monetária que estimula a economia aumentando o consumo de importados), para impedir que esta expansão monetária agrave ainda mais as contas externas do Brasil o governo se vê obrigado a esterilizar tal expansão através da emissão de títulos públicos. Estas políticas, praticadas ao longo dos anos, aliada as altas taxas de juros tornam o serviço da dívida insustentável. Portanto, o fim da inflação acabou levando a tona novos problemas.

Assim o governo FHC consegue acabar com a inflação, mas provocou graves desajustes nas contas externas – déficits em transações correntes. Para tentar minimizar tal problema elevou-se a taxa de juros que aumentou a dívida interna – também devido à necessidade de esterilização dos fluxos de capitais internacionais. Tendo como consequência um câmbio sobrevalorizado, necessário para a política de combate a inflação, mas que coloca o país num difícil dilema entre as várias políticas que foram adotadas para esse modelo fosse levado a diante. A

consequência mais alarmante foi os baixíssimos índices de crescimento econômico durante toda era FHC.

Referências Bibliográficas

- Arida, Persio.** *Inflação Zero*. Rio de Janeiro: Paz e Terra. 1986.
- Arienti, P.F.F. e Campos, A.C.** Uma análise crítica do modelo de crescimento e econômico brasileiro da década de 90. *Revista Pesquisa e Debate*. 2003.
- Averbug, André.** *Abertura e Integração Comercial Brasileira na Década de 90*. BNDES-Pnud. 1999.
- Bacha, Edmar L.** *Plano Real: Uma Avaliação*. In: **Mercadante, Aloizio** (organizador). *O Brasil pós-Real: a política econômica em debate*. Campinas: UNICAMP. 1997.
- Baer, Monica.** *Sistema Financeiro Internacional: Oportunidades e Restrições no Financiamento do Desenvolvimento*. São Paulo: Novos estudos CEBRAP, n.42. Jul. 1995.
- Batista Jr, Paulo Nogueira.** *O Plano Real à luz da experiência mexicana e argentina*. Estudos Avançados. 1996.
- Baumann, R. et alii.** (1998). As tarifas de importação do Plano Real. Texto para Discussão 14. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, Centro de Estudos de Reforma do Estado.
- Belluzzo, Luiz Gonzaga de Mello.** *Depois da Queda*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira. 2002.
- Brasil.** *Plano Nacional de Desenvolvimento, II (1975-1979)*. Republica Federativa do Brasil. Brasília, 1974.

- Carneiro, Ricardo.** *Desenvolvimento em Crise*. São Paulo: Editora UNESP. 2002.
- Castro, Antônio Barros de.** *A economia brasileira em marcha forçada*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985.
- Cruz, Paulo Davidoff.** *Dívida externa e política econômica: a experiência brasileira nos anos setenta*. Campinas: UNICAMP. 1999.
- Cruz, Paulo Davidoff.** *Endividamento Externo e Transferência de Recursos Reais ao Exterior: os Setores Públicos e Privado na Crise dos Anos Oitenta*. Nova Economia, vol. 5, nº1, agosto 1995.
- Cruzado.** Revista Economia Política, vol. 10, nº2, abril-junho 1990.
- Divanildo Triches.** *A nova ordem internacional e a crise asiática*. Universidade de Caxias do Sul. 1999.
- ECONÔMICOS DE UMA NAÇÃO EMERGENTE DOS ANOS 90 À ATUALIDADE.** II Connep. 2007.
- Filgueiras, Luiz Antonio Mattos.** *História do Plano Real*. São Paulo: Boitempo Editorial. 2000.
- Giambiagi, Fabio... [et al.].** *Economia brasileira contemporânea*. Rio de Janeiro: Elsevier. 2005.
- Gonçalves, R.** *Competitividade internacional e integração regional: A hipótese da inserção regressiva*. Revista de Economia Contemporânea, 5. 2001.
- Lessa, Carlos.** *A estratégia do desenvolvimento, 1974/76; sonho e fracasso*. Campinas: UNICAMP, 1998.
- Lopes, Francisco Lafaiete de Pádua.** *Choque Heterodoxo*. Rio de Janeiro: Campus. 1986.

Margarido, Sérgio P. *Fluxos de Capitais para a Economia Brasileira na Primeira Metade da Década de 90: Construção de Novos Vínculos Financeiros Externos e Emergência de Novos Riscos*. Campinas: UNICAMP-IE. 1997.

Mercadante, Aloizio (organizador). *O Brasil pós-Real: a política econômica em debate*. Campinas: UNICAMP. 1997.

Moraes, Pedro Bodin de. *A condução da política monetária durante o Plano*

Pinto Raulino. *COMÉRCIO EXTERIOR BRASILEIRO: OS AVANÇOS E DESAFIOS*