

PLANO REAL E A RELEVÂNCIA DO CONTEXTO EXTERNO

Mauricio Andrade Weiss¹

Resumo: O Brasil, assim como outros países emergentes e em desenvolvimento (PED), passou por um período de inflação crescentemente acelerada ao longo da década de 1980 e primeira metade dos anos 1990. As causas dessa inflação no Brasil são diversas, com destaque para os aspectos da inércia inflacionário decorrente de opções feitas pelo país ainda nos anos 1960. Outro aspecto cuja origem se remete a décadas precedentes a inflação acelerada foi a estratégia de endividamento externo, especialmente durante os anos 1970 no contexto do II PND. Após a alta de juros praticada pelos EUA e Inglaterra diversos PED e, especialmente da América Latina, passaram por crises da dívida externa, fragilizando suas moedas e pressionando a inflação. Por outro lado, o mesmo grupo de países conseguiu superar o processo de elevada inflação após a retomada dos fluxos financeiros. O presente artigo se propõe a analisar a importância do contexto externo para inflação brasileira e para o posterior sucesso na implementação do Plano Real. Por outro lado, se observou que as estratégias de política econômica colocadas em prática durante e após o Plano Real levaram a, mais uma vez, uma elevação na vulnerabilidade externa do Brasil, sendo o principal fator para a crise cambial de 1998/99 e posterior necessidade de mudança de regime macroeconômico.

Palavras-chave: Plano Real. Inflação no Brasil. Endividamento externo. Crise cambial 1998/99.

REAL PLAN AND THE RELEVANCE OF THE EXTERNAL CONTEXT

Abstract: Brazil, like other emerging and developing countries (EDCs), went through a period of increasingly accelerated inflation throughout the 1980s and the first half of the 1990s. The causes of this inflation in Brazil are diverse, with emphasis on aspects of inflationary inertia resulting from choices made by the country as early as the 1960s. Another aspect, whose origin dates back to earlier decades of accelerated inflation, was the strategy of external debt accumulation, especially during the 1970s in the context of the Second National Development Plan (II PND). After the interest rate hikes by the U.S. and the U.K., several EDCs, particularly those in Latin America, went through external debt crises, weakening their currencies and putting pressure on inflation. On the other hand, the same group of countries managed to overcome the high inflation process after the resumption of financial flows. This article aims to analyze the importance of the external context for Brazilian inflation and the subsequent success in implementing the Real Plan. On the other hand, it was observed that the economic policies put into practice during and after the Real Plan led, once again, to an increase in Brazil's external vulnerability, being the main factor behind the 1998/99 currency crisis and the subsequent need for a macroeconomic regime change.

Keywords: Real Plan. Inflation in Brazil. External debt. 1998/99 currency crisis.

¹ Professor do Departamento de Economia e Relações Internacionais e do Programa de Pós-Graduação em Economia (UFRGS).

INTRODUÇÃO

A inflação brasileira é um problema que atravessa décadas e se tornou mais intenso entre os anos 1980 e início dos 1990, cuja solução só foi possível após a implementação do plano real. Todavia, cabe destacar que não foi exclusivamente o Brasil que conseguiu reduzir drasticamente a inflação nos anos 1990, mas sim todos os países emergentes e em desenvolvimento (PED) que compartilhavam dinâmica semelhante de inflação. Algo em comum a esses países foi o retorno dos fluxos de capitais, o qual permitiu o controle inflacionário por meio de uma ancoragem a uma moeda forte, no caso, o dólar. Foram adotadas distintas estratégias: a dolarização total, como no Equador; a dolarização parcial, no exemplo da Argentina; e a dolarização indireta, como a URV.

Apesar do sucesso do controle na inflação, novas turbulências externas e pressões cambiais impuseram a necessidade de mudanças. No Brasil se adotou, em 1999, o câmbio flutuante e o regime de metas de inflação (RMI) em substituição à âncora cambial. Essa nova combinação demonstra ser menos suscetível às flutuações externas. Entretanto, choques externos continuam a propagar seus efeitos inflacionários para o restante da economia por meio dos resquícios de indexação. Apesar disso, a forma com que o Brasil conseguiu aproveitar a retomada dos fluxos de capitais nos anos 1990 através do Plano Real e o acúmulo de reservas durante os anos 2000, permite que o Brasil esteja em uma situação melhor frente a outros países latino-americanos, como a Argentina.

O objetivo central do presente estudo é analisar a importância do contexto externo e, mais especificamente, os fluxos de capitais, sobre a inflação acelerada nos anos 1980 e início dos anos 1990, sua solução posterior, no contexto do plano real e os problemas ocasionados pela opção de inserção externa brasileira. Como objetivos específicos se pretende: i) fazer uma breve revisão da literatura sobre as origens da inflação acelerada nos anos 1980/90 e dos planos malsucedidos para conter a inflação no período; ii) contexto externo pré e pós-Plano Real; iii) comparação da inflação dos países emergentes e a busca do elemento em comum; e iv) analisar indicadores de vulnerabilidade externa após a implementação do Plano Real.

Para cumprir com os objetivos acima, esse artigo será dividido em três seções além da presente introdução e das considerações finais. A primeira seção fará uma revisão concisa sobre os antecedentes da inflação crescentemente acelerada dos anos 1980 e 1990

e os planos econômicos para superá-las. A seção seguinte traz o contexto externo no momento da implementação do Plano Real, seus principais aspectos e uma breve comparação com outros PED. Por fim, a terceira seção faz uma análise da vulnerabilidade externa pós Plano Real até a eclosão da crise cambial de 1999 e algumas comparações de indicadores externos entre 1994 (pré-plano) e 2008 (pré-crise global).

1. O PRELÚDIO E A INFLAÇÃO NOS ANOS 1980-90

A inflação brasileira galga patamares deveras elevados a partir do final dos anos 1950. Entre 1955 e 1960 o país não pôde contar com significativos financiamentos externos, o mecanismo de dívida pública ainda era incipiente e o BNDE não formava um funding necessário para financiar o Plano de Metas. A emissão monetária foi, então, escolhida como a via de menor resistência para financiar o plano. A combinação de forte crescimento da demanda com a emissão monetária, seria a causa para inflação ao final dos anos 1950 e início dos 1960 (Lessa, 1983; Abreu, 1990).

Após a impossibilidade de sucesso do Plano Trienal proposto por Celso Furtado, devido ao turbulento contexto político (Fonseca, 2004), o PAEG teve, dentre os objetivos principais, o desígnio de reduzir a inflação e aprimorar o Sistema Financeiro Nacional e o financiamento da dívida pública. De fato, o plano logrou conquistar esses objetivos e contribuiu para o florescimento do Milagre Econômico Brasileiro. O milagre também contou com a ampliação da capacidade de oferta do Plano de Metas e o setor externo favorável para evitar problemas no balanço de pagamentos. A inflação também cedeu pelos sucessivos reajustes salariais abaixo da inflação, o que arrochou salários e reduziu a demanda agregada. (Araújo, 2018; Almeida, 1984).

O período do Milagre Econômico leva essa alcunha por conseguir conciliar forte crescimento econômico com baixa inflação. Foi justamente com a mudança do cenário externo, a partir do primeiro choque do petróleo, que as condições favoráveis externas começaram a se alterar. A súbita alta nos preços do petróleo passou a pressionar o saldo em transações correntes e ao mesmo tempo pressionar a inflação do país. Todavia, esse contexto também proporcionou uma abundância de recursos provenientes dos países exportadores de petróleo cujos dólares eram aplicados no euromercado (Castro, 1988; Eichengreen, 1996; Helleiner, 1994; Malan e Bonelli, 1983).

Os dólares provenientes do euromercado foram destinados aos PED, em particular aos países latino-americanos, através de empréstimos a juros baixos, porém, pós-fixados. O Brasil utilizou largamente desses recursos para financiar o II PND, ao mesmo tempo em que obtinha os dólares necessários para compensar os déficits em transações correntes. O financiamento privado era feito principalmente através do BNDE e do sistema financeiro privado irrigado por títulos públicos. Para manter a atração dos títulos públicos no contexto de inflação crescente, ampliou-se a prática de indexação dos títulos públicos à inflação e essa lógica foi se espalhando para o sistema financeiro como um todo. Os recursos alocados em papel moeda e depósito à vista cada vez mais se reduziam frente à alocação financeira indexada. Estas características foram fruto das opções de reforma do sistema financeiro durante o PAEG. Desta forma, apesar de importantes alterações, além do caráter concentrador de renda, plantaram as sementes da indexação da economia (Lessa, 1983; e Tavares, 1998).

Quando os EUA optam por elevar suas taxas de juros em uma estratégia para o fortalecimento do dólar pela via financeira, os fluxos de capitais não apenas param de ingressar nos países latino-americanos, como também passam a sair. O problema ainda é agravado pelo fato de os empréstimos externos serem pós-fixados. Essa combinação severa de fatores externos levou à crise das dívidas externas. No caso do Brasil, a forma escolhida para contornar o problema foi a maxidesvalorização da moeda, que foi combinada com a maturação dos projetos do II PND, a qual alavancou o setor exportador e possibilitou uma significativa melhora nas exportações líquidas. Contudo, essa estratégia apresentou ao menos dois sérios problemas: i) o endividamento externo era majoritariamente do setor público - após o repasse das dívidas privadas externas para o Estado - e as divisas das exportações eram privadas; e ii) a maxidesvalorização acentuou ainda mais o problema inflacionário (Belluzzo e Almeida, 2002; Castro, 1988; Coutinho e Belluzzo, 1996; Cruz, 1995).

A inflação no Brasil nos anos 1980 passou a ter uma sequência de fatores que pressionavam para sua aceleração. A crise da dívida externa e a maxidesvalorização enfraqueciam a confiança na moeda. Com os conflitos distributivos, passou-se a ter uma disputa de setores da sociedade para não ter perda real. A indexação, que já era generalizada nos contratos financeiros foi espalhada para toda a economia, dando um forte componente de inflação inercial (Belluzzo e Almeida, 2002; Lara-Rezende, 1989;

Mendonça de Barros, 1992). Houve sucessivos planos de controle de preços dos anos 1980 e 1990 que não foram eficazes para conter a crescente inflação, ao menos não por um período suficientemente duradouro. O primeiro deles foi o Plano Cruzado, iniciado em 28 de fevereiro de 1986 com a introdução de nova moeda: o cruzado. Tinha como objetivo provocar um choque neutro a partir de novas regras de conversão de preços e salários visando evitar choques distributivos. As principais medidas implementadas foram: i) salário convertido pela média dos últimos seis meses mais um abono de 8% e 16% para o salário-mínimo; ii) congelamento de preços, a fim de conter a indexação econômica; iii) tornou a taxa de câmbio fixa, visando proporcionar maior estabilidade para a moeda e redução nos custos de importação; iv) os aluguéis tiveram seus valores recalculados através de fatores multiplicadores entre a média e o pico; criadas novas regras para ativos financeiros, cuja herança do PAEG contribuía com o processo de indexação econômica, desta forma as ORTNs foram substituídas pelas OTNs, de valor congelado, e a Tablita (tabela de conversão) para contratos prefixados. Além dessas medidas, ainda se implementou a unificação orçamentária; criação da secretaria do tesouro nacional; e o fim da conta movimento, a qual servia como uma fonte de financiamento direta para o Tesouro (Abreu, 1990; Baer, 1996; Lacerda et al., 2014; Pires, 2010).

O Plano Cruzado inicialmente fora bem-sucedido, mas a combinação de elevação da demanda, escassez de oferta de certos bens, expectativa de descongelamento dos preços e desvalorização da moeda criaram um contexto que inviabilizou a manutenção do plano. Cabe enfatizar que havia a esperança do crescimento econômico gerar um cenário de otimismo com a economia doméstica e a partir disso atrair capitais externos, os quais auxiliariam no pagamento da dívida externa e manter a moeda mais apreciada para conseguir conter a inflação. Também se implementou o Cruzadinho, o qual basicamente consistia em um conjunto de medidas fiscais de caráter restritivo para conter a demanda, mas sem sucesso concreto no controle dos preços (Abreu, 1990; Baer, 1996; Lacerda et al., 2014; Pires, 2010).

Em 21 outubro de 1986 foi lançado o Plano Cruzado II, com características que mais lembraram o Cruzadinho do que o Plano Cruzado. Ou seja, fora um plano focado na melhora fiscal, dessa vez especialmente através de elevação da arrecadação tributária, por meio de elevações nas tarifas e impostos indiretos. Além disso, também houve um aperto

monetário e tentativa de desindexação dos contratos financeiros. Todavia, a expectativa de incorporação da inflação nos juros gerou instabilidade no mercado financeiro e a com isso a indexação foi parcialmente reintroduzida. Do lado externo, a elevada dívida externa sem o retorno esperado dos fluxos de capitais acarretou a moratória de 1987, gerando um contexto de ainda maior instabilidade, que combinado com as políticas econômicas restritivas, além de não conseguir controlar a inflação, provocou um desaquecimento na demanda e queda na atividade econômica (Abreu, 1990; Baer, 1996; Lacerda et al., 2014; Pires, 2010).

Após os insucessos dos três planos anteriores, teve início o Plano Bresser, em 12 de junho de 1987, o qual combinava medidas heterodoxas com ortodoxas. Entre as medidas claramente heterodoxas estavam: i) a repetição da estratégia de congelamento de preços e salários, mas dessa vez com um prazo pré-definido de três meses; ii) congelamento de aluguéis; iii) criação de unidade referencial de preços (URP) que corrigia o salário a cada 3 meses; e iv) contratos financeiros pós-fixados foram mantidos e para os pré-fixados introduziu-se uma tablita (Abreu, 1990; Baer, 1996; Lacerda et al., 2014; Pires, 2010).

Entre as medidas ortodoxas estavam a busca na redução do déficit público por meio de contenção de gastos e elevação das tarifas públicas e elevação da taxa de juros para deixá-la em patamar positivo. Outras medidas seriam mais difíceis de serem classificadas entre heterodoxas e ortodoxas, uma vez que são políticas econômicas convencionais, mas não as mais usuais na contenção da inflação, quais sejam: i) desvalorização da moeda em relação ao dólar de quase 10%; e ii) mudanças da base do índice de preços do consumidor (IPC). A despeito dessa combinação de medidas, a manutenção do desequilíbrio nos preços relativos e do cenário adverso os preços voltaram a subir após um início animador (Abreu, 1990; Baer, 1996; Lacerda et al., 2014; Pires, 2010).

O último plano de estabilização de preços antes do Real foi o Plano Collor, ele tinha como objetivo resolver os três problemas que eram diagnosticados como causadores da elevada inflação, quais sejam: (i) tendência de aceleração da monetização e de crescimento demasiado da demanda após desinflação drástica; (ii) excesso de liquidez dos haveres financeiros e da moeda indexada; e (iii) as condições inadequadas de financiamento da dívida pública (Carneiro, 2006).

Para conseguir contornar tais problemas foram adotadas as seguintes medidas: i) reforma monetária com a redução abrupta da liquidez por meio do bloqueio de metade dos depósitos à vista, 80% das aplicações de Overnight e fundos de curto prazo e um terço da poupança; ii) reforma administrativa e fiscal, com foco na redução do custo de rolagem da dívida pública, suspensão dos subsídios, incentivos fiscais e isenções, ampliação da base tributária e reforma administrativa; iii) mais uma vez o congelamento de preços, mas dessa vez com desindexação dos salários em relação à inflação passada; iv) mudança no regime de câmbio para taxa flutuante; e v) liberalização comercial e redução das tarifas de importação (Abreu, 1990; Baer, 1996; Lacerda et al., 2014; Pires, 2010).

Embora houvesse sentido na preocupação com o excesso de liquidez, as políticas implementadas resultaram em uma desestruturação produtiva, com interrupção nas encomendas, demissão de trabalhadores e atrasos de pagamentos. As medidas fiscais conseguiram gerar superávit primário, mas não resolveu o problema do endividamento público, uma vez que o maior problema era a dívida externa. Nesse sentido, houve inclusive um agravamento da situação externa com a piora da balança comercial após o processo de liberalização comercial. Isso provocou uma depreciação da moeda, impulsionando ainda mais o crescimento da inflação (Abreu, 1990; Baer, 1996; Lacerda et al., 2014; Pires, 2010).

2. A IMPLEMENTAÇÃO DO PLANO REAL E A COMPARAÇÃO COM OUTROS PED

Afora os problemas de insuficiência de oferta decorrentes dos processos de congelamento de preços, não havia como manter as taxas de câmbio fixas no cenário de escassez de divisas. Porém, esse contexto se alterou com o retorno dos fluxos de capitais voluntários aos países latino-americanos (Coutinho e Belluzzo, 1996).

Como estratégia de atração dos capitais externos, os países latino-americanos optaram pelo processo de abertura financeira e se inseriram na globalização financeira, passando-se a ser chamados de países emergentes. Coutinho e Belluzzo (1996) discorrem que juntamente com o processo de abertura financeira foram emplacadas outras políticas contidas no “Consenso de Washington”, tais como a austeridade fiscal, redução do papel do Estado, privatizações, abertura comercial e do IDE.

Além dessas medidas, os países latino-americanos fizeram um acordo para renegociar suas dívidas por meio da emissão de novos títulos da dívida externa soberana, os quais seriam negociados com desconto sobre o valor nominal ou com uma taxa de cupom menor que a de mercado. Tais títulos foram conhecidos Brady bonds. Eles foram inicialmente emitidos após o Acordo Brady, entre os Estados Unidos, representados por Nicholas F. Brady, e o México em 1989 e que posteriormente fora assinado por outros países em desenvolvimento durante o início dos anos 1990 (Frenkel, 2003).

A atração dos capitais externos era parte essencial aos novos planos de contenção do processo inflacionário na América-Latina, que ao contrário dos anteriores, foram bem-sucedidos. Eles tiveram em comum a ancoragem na taxa de câmbio. Isso só foi possível devido ao aumento das reservas internacionais após o ingresso dos capitais externos. Como forma de atração desses capitais, as taxas de juros mantiveram-se elevadas mesmo após o abrandamento do processo inflacionário. Essa era uma condição necessária, pois além das moedas desses países se situarem na base da hierarquia do SMI, a “fragilidade intrínseca das moedas recém estabilizadas” deveria ser compensada por generosos rendimentos ou elevados retornos de capital (Coutinho e Belluzzo, 1996).

Embora as medidas internas tenham tido um papel importante, a estratégia de abertura financeira só obteve êxito em atrair os capitais privados aos países latino-americanos devido a motivos exógenos à região. Esses motivos seriam a redução da taxa de juros pelo Federal

Reserve e a diversificação de portfólio pelos investidores internacionais, dada a deflação da riqueza mobiliária e imobiliária nos países centrais. Nesse sentido, questões internas dos países como a expectativa da melhora da rentabilidade de seus ativos - seja pela combinação de juros elevados com valorização cambial, seja pela expectativa de valorização da riqueza até então depreciada – e reformas estruturais teriam um papel secundário (Coutinho e Belluzzo, 1996 e Prates, 1999). Esses argumentos são reforçados por artigos empíricos que apontam a maior relevância na determinação dos fluxos financeiros para os países emergentes pós anos 1990, a exemplo de Ahmed e Zlate (2013), Aizenman e Binici (2016), Rey (2013) e Weiss e Prates (2017).

Conforme afirmam Coutinho e Belluzzo (1996), apesar do principal diferencial entre os programas bem-sucedidos da primeira metade dos anos 1990 e os anteriores terem sido o retorno dos fluxos financeiros privados internacionais e esses serem

motivados principalmente por fatores externos, os louros do sucesso no combate à inflação recaíram sobre as reformas estruturais defendidas pelo “Consenso de Washington”.

No caso brasileiro, a retomada dos influxos de capitais impulsionada pela possibilidade de elevados retornos reais em moeda estrangeira propiciada pelos altos juros reais dos títulos de renda fixa brasileiros, também pesou a existência de um mercado de derivativos, tal como explicado em Alves Jr, Paula e Ferrari Filho (2000). Como pode ser observado na Figura 5 da próxima seção, o fluxo de capitais foi basicamente de investimentos em carteira e teve seu auge no 2º trimestre de 1994, dando suporte à implementação do Plano Real.

O bem-sucedido Plano Real tinha como proposta uma sequência de três momentos até ser implementado: i) ajuste Fiscal, cujo foco era no corte de despesa, aumento dos impostos e diminuição das transferências do Governo ii) indexação completa da moeda, ao introduzir a URV, a qual iria acompanhar a variação do dólar; e iii) introdução da nova moeda em 01/07/1994 (Belluzzo e Almeida, 2002; Filgueiras, 2000; Lacerda et al., 2014; Pires, 2010).

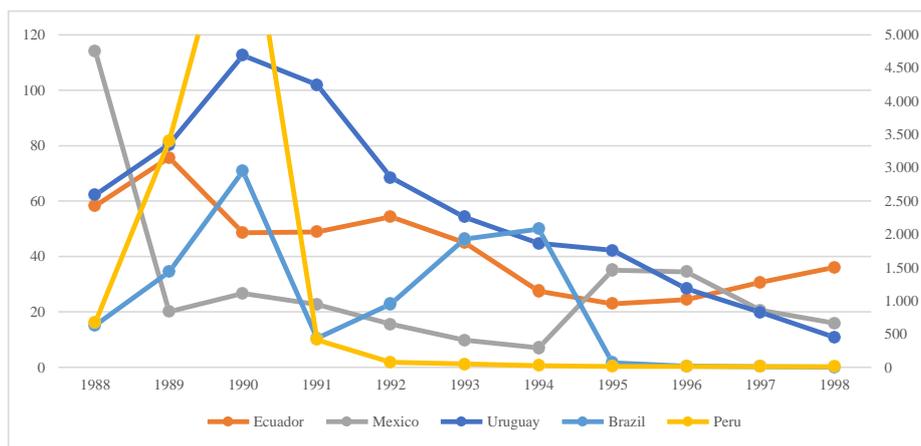
O Plano Real contava, como grande trunfo para sua execução, a situação externa da economia brasileira e o contexto internacional. Como coloca Batista Jr (1996), o Brasil nas vésperas do Real se encontrava em condições de gerar elevados saldos na balança comercial, obtendo US\$ 15,2 bilhões em 1992 e US\$ 13,3 bilhões em 1993, o que possibilitou um déficit em transações correntes de apenas US\$ 675,88 milhões, o equivalente a apenas 0,1% do PIB em dólares estimados pelo Banco Central. Um dos motivos pela situação “confortável” do setor externo brasileiro apontados pelo autor é justamente a taxa de câmbio, a qual se valorizava apenas no montante equivalente à inflação doméstica.

Uma forma de corroborar a relevância do contexto externo para a solução da inflação brasileira é uma comparação com a dinâmica inflacionária de países em desenvolvimento que também possuíam uma inflação fortemente acelerada e que igualmente foram favorecidos pelo retorno dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento. Devido a discrepância entre o período inicial e final, bem como entre os países envolvidos, são apresentados dois gráficos de diferentes tipos com os mesmos dados a cada grupo de países a fim de facilitar a visualização. As figuras 1 e 2 apresentam

o grupo de países latino-americanos que exibiam elevada inflação pré-retomada dos fluxos financeiros e as figuras 3 e 4 fazem o mesmo para os países do centro e leste europeu.

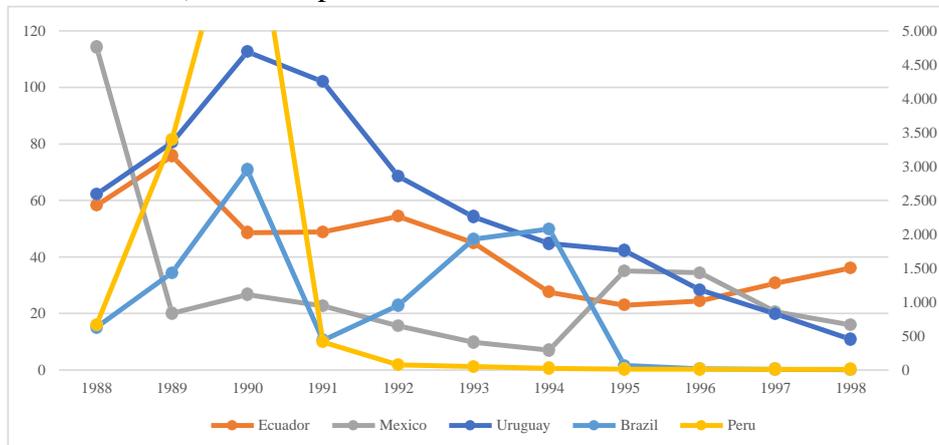
Como pode ser visto nas referidas figuras, todos os países que apresentavam elevada inflação ao final dos anos 1980 e início dos anos 1990 conseguiram controlá-la entre 1994 e 1996, seja entre os países da América Latina, seja nos do Centro e Leste Europeu. Este período coincidente com o Plano Real. Isso não significa que o Plano Real tenha insignificante para o controle da inflação. Mas sim que ele foi possibilitado pela melhora do contexto externo, especialmente no que concerne a retomada dos fluxos de capitais e a possibilidade de elevação das reservas cambiais e, com isso, a ancoragem com uma moeda estável, o dólar.

Figura 1 – Inflação de preços ao consumidor em termos percentuais anuais; de 1988 a 1999: a) Brasil e Peru no eixo secundário limitado a 5.000% a.a.



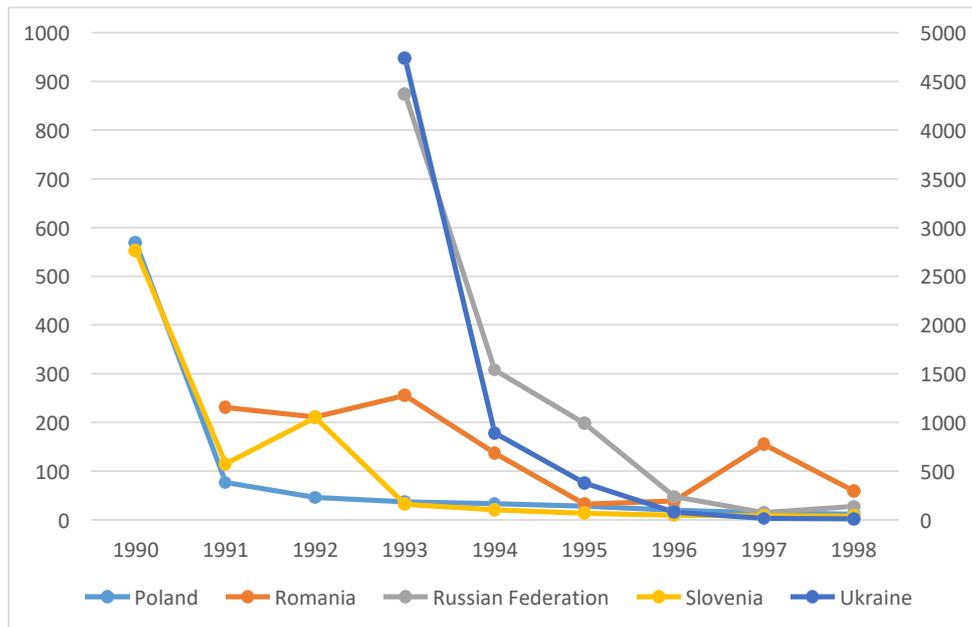
Fonte: International Financial Statistic – IMF. Elaboração própria.

Figura 2 – Inflação de preços ao consumidor em termos percentuais anuais; de 1988 a 1999: b) todos os países no mesmo eixo limitado a 150% a.a.



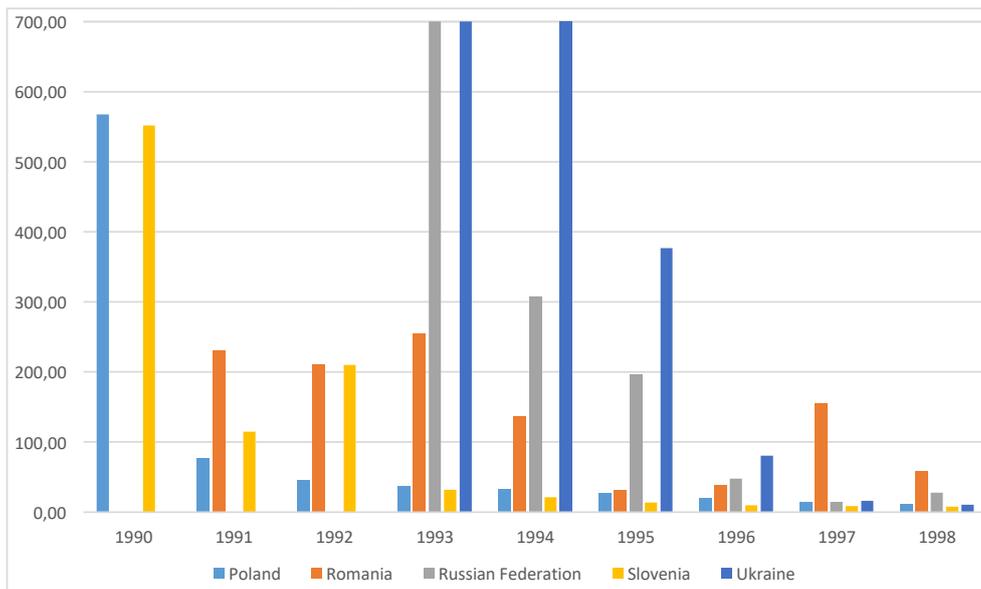
Fonte: International Financial Statistic – IMF. Elaboração própria.

Figura 3 – Inflação de preços ao consumidor em termos percentuais anuais; de 1988 a 1999: a) Ucrânia no eixo secundário.



Fonte: International Financial Statistic – IMF. Elaboração própria.

Figura 4 – Inflação de preços ao consumidor em termos percentuais anuais; de 1988 a 1999: b) todos os países no mesmo eixo limitado a 700% a.a.



Fonte: International Financial Statistic – IMF. Elaboração própria.

O Plano Real em si teve diversos méritos, sendo talvez o maior deles a indexação indireta e não direta em relação ao dólar. Uma vez que moeda era ancorada na URV e não diretamente no dólar, não se adotou o dólar como unidade de conta, mesmo que informal no país. Pela URV se mostrar mais estável, justamente por acompanhar o dólar, deu-se a impressão de estabilidade no próprio real, ao invés do dólar. É diferente do que

ocorreu em outros países, a exemplo do Equador que dolarizou sua economia e a Argentina, que fez uma dolarização parcial, uma vez que manteve o Peso Argentino como moeda oficial do país, mas que permitiu que os residentes mantivessem contas em dólar, além de permitir a plena conversibilidade.

Essa estratégia adotada pela Argentina é um mal que acomete o país até nos dias de hoje, tornando o país ainda mais dependente dos influxos externos de dólar. Cabe mencionar ainda que a Argentina não foi colocada no gráfico por não ter a mesma base metodológica de inflação para se comparar. Todavia, analisando os dados da inflação fornecidos pelo Banco Central de La República Argentina², a inflação sai de 20.262,8% a.a em março de 1990, para um dígito a partir de agosto de 1993.

3. ESTRATÉGIA DE INSERÇÃO EXTERNA PÓS PLANO REAL E A CRISE CAMBIAL DE 1998/99

Essencialmente, o modelo macroeconômico após a implementação do plano real era baseado na âncora cambial, a qual contava com câmbio administrado e a maior abertura comercial para promover a estabilidade de preços. A maior abertura financeira aliada à política de juros, que mantinha a taxa interna superior à externa, serviria para gerar superávits na conta financeira e em menor escala no balanço de pagamentos, sustentando a credibilidade do câmbio e conseqüentemente de todo modelo. Entretanto, a estabilidade cambial e monetária apoiou-se numa base frágil, o endividamento externo sob condições de otimismo dos investidores estrangeiros. De acordo com Giambiagi (2005), apesar da funcionalidade da âncora cambial nos primeiros anos do Plano Real, seu desgaste tornava-se progressivo devido ao aumento do passivo externo do país derivado da deterioração da conta corrente e da geração de significativas despesas financeiras associadas à elevada taxa de juros que servia para atrair capitais estrangeiros.

Confiante na situação externa, a estratégia do governo prosseguiu com a política de abertura comercial e valorização da taxa de câmbio, priorizando unicamente o combate à inflação. Houve acentuada e abrupta reversão dos saldos comerciais (diminuição de US\$ 11 bilhões de 1994 para 1995). A balança de serviços que, devido a sua estrutura, tradicionalmente apresenta déficits significativos, tanto em relação aos serviços não-fatores (seguros, fretes, turismo etc.) como no de fatores (pagamento de juros, remessa de

² Disponível em: <<https://www.bcra.gob.ar>>.

lucros etc.) – ampliou seu déficit em US\$ 3,1 bilhões entre os três primeiros meses de 1994 e o mesmo período de 1995. Deste modo, a piora significativa dos saldos em transações correntes foi eminente, saindo de um superávit de US\$ 1,4 bilhão no primeiro semestre de 1994 para um déficit de US\$ 11,9 bilhões em apenas um ano. Em um pequeno espaço de tempo, o Plano Real ocasionou um desequilíbrio na conta de transações correntes do balanço de pagamentos semelhante ao que o Brasil se encontrava nas vésperas da crise da dívida dos anos 1980 (Batista Jr., 1996).

Cabe frisar que as reservas internacionais eram tidas como o principal hedge para o Plano. As reservas no conceito de caixa chegaram a US\$ 40,1 bilhões, sendo parte da estratégia preparatória ao Plano Real. Entretanto, a maior parcela das reservas, quase 80%, era composta por entrada líquida de investimentos em carteira e de empréstimos de curto e médio prazos, sendo os primeiros mais significativos. Os empréstimos eram tomados a uma taxa de juros muito superiores às recebidas em aplicações das reservas, o que comprometeria futuramente os saldos da balança de serviços da conta de transações correntes. Às vésperas do real, o passivo externo de curto prazo se encontrava em torno de 80% das reservas internacionais. Deste modo, o alto volume das reservas brutas internacionais não se apresentava tão significativo como se alegava (Batista Jr., 1996).

Apoiar-se na estratégia de dependência dos capitais estrangeiros para sustentar a situação externa torna o país demasiadamente vulnerável a choques exógenos à sua economia. Foi o que ocorreu com o México desde o início da década. Como demonstra Batista Jr. (1996), esse país apresentava sucessivos déficits em transações correntes, tornando-se refém das entradas de capitais especulativos. Com a elevação dos juros estadunidenses, os fluxos de fundos externos aos países da América Latina foram mitigados e em especial ao México, o qual passou a sofrer pressão para desvalorizar sua moeda. A crise mexicana se deu ao final de 1994 e trouxe impactos severos a economia brasileira, a qual também se encontrava dependente dos capitais especulativos de curto prazo. A alteração nos ânimos dos investidores fez com que os investimentos em carteira caíssem do patamar de US\$ 42,402 bilhões no 1º trimestre de 1994 para US\$ -3,636 bilhões no 1º trimestre de 1995.

A reversão da entrada de capitais fez com que os saldos na conta de capitais também se tornassem negativos, somando-se aos já existentes e significativos déficits na conta de transações correntes, o saldo do balanço de pagamentos tornou-se negativo,

obrigando a economia a passar por um ajuste recessivo em 1995. Como demonstrado nas seções anteriores, o setor externo restringe o crescimento de um país e quando este adota uma estratégia dependente de capitais especulativos se torna vulnerável externamente e suscetível às alterações nas situações externas, comprometendo o crescimento econômico.

Batista Jr. (1996) argumenta que com a situação crítica do balanço de pagamentos nos primeiros meses de 1995, o governo brasileiro não pôde adiar a busca para solucionar o problema externo. Como não se cogitava correr riscos do ressurgimento inflacionário, optou-se pelo recrudescimento do crescimento econômico e incentivos para a retomada dos capitais de curto prazo. A principal medida adotada pelo governo foi o aumento da taxa nominal de juros para patamares ainda mais elevados, o que se refletiu nos juros reais. O aumento da taxa de juros cumpria três objetivos:

1. atrair capitais de curto prazo que buscassem maiores rentabilidades, elevando o prêmio de risco para a contratação de empréstimos a fim de compensar a baixa demanda do mercado com os títulos de dívida brasileiros;
2. conter a pressão para desvalorização da taxa de câmbio, a qual teve sua banda informal levemente elevada, com o piso saindo de R\$ 0,83 para R\$ 0,88 por dólar e com o teto de R\$ 0,86 para R\$ 0,93 por dólar;
3. reduzir a demanda agregada, esta por sua vez objetivava reduzir o déficit em transações correntes e ao mesmo tempo, reduzir a pressão inflacionária dos bens e serviços não transacionáveis internacionalmente.

Em termos de comércio exterior, além da pequena desvalorização do real, foram adotadas medidas para conter as importações, elevando significativamente as tarifas de importação de automóveis entre outros bens de consumo duráveis. Entretanto, esta medida não resultou em grande aumento na tarifa média de bens importados. Além disso, o governo não dispunha de muita margem para alterações nas tarifas, dado os acordos comerciais com os membros do Mercosul e com a Organização Mundial de Comércio. A desvalorização nominal da taxa de câmbio não foi acompanhada pela desvalorização real, seja na taxa bilateral com o dólar, deflacionado pelo IPC, seja com base numa cesta de moedas, a denominada taxa real de câmbio efetiva (Batista Jr., 1996).

Segundo este mesmo autor, a política de ajuste da demanda interna logrou efeitos significativos sobre o balanço de pagamentos. Houve redução em cerca de 50% no déficit

em transações correntes do segundo semestre de 1995 em relação ao primeiro. As elevadas taxas de juros, com a Selic mantendo-se acima de 50% a.a.³, as quais serviam como instrumento no âmbito do arcabouço da política macroeconômica de estabilização, a escassez de créditos internos e principalmente melhora da situação externa, com um novo acordo internacional realizado pelo México juntamente com os Estados Unidos e o Fundo Monetário Internacional, permitiram a retomada dos investimentos em carteira, os quais chegaram a US\$ 5,281 bilhões no 3º trimestre de 1995. As reservas internacionais também atingiram novamente o patamar pré-crise.

As políticas de restrição internas necessárias para o ajuste externo tiveram impactos perversos para a economia doméstica, o que corrobora a argumentação de que o crescimento econômico é restringido pela situação externa. A economia interna se torna ainda mais suscetível a choques exógenos quando os agentes adotam estratégias especulativas à la Minsky. Conforme Batista Jr. (1996), desde julho de 1994, empresas e consumidores vinham em um processo de elevação acelerada de seus endividamentos. Fazendo analogia a Minsky, passaram de uma situação hedge à especulativa.

Com a redução das vendas internas devido à estratégia de restrição da demanda, alta das despesas financeiras e desemprego, as famílias e as empresas tiveram sua capacidade de pagamentos limitada. Este quadro é agravado pela sobrevalorização da moeda e abertura comercial. Como consequência, as unidades tornaram-se Ponzi, resultando em uma onda de inadimplência que afetou demasiadamente o setor bancário. Dois bancos comerciais privados de grande importância tiveram que sofrer intervenção por parte do Banco Central. Com o risco de degeneração sistêmica, o governo passou a socorrer frequentemente às instituições financeiras em dificuldades (Batista Jr., 1996).

A crise bancária culminou com a falência de três bancos grandes e diversos menores. O governo atuou de duas maneiras para contornar a situação, a primeira foi a absorção da parcela mais problemática para que posteriormente a segunda solução pudesse ser implementada. Deste modo, os bancos de capital externo passaram a deter 35% dos ativos bancários em 1998, contra apenas 9% em 1994. Os bancos estaduais também sofreram com a conjuntura desfavorável, enfrentando escassez de recursos e crescimento insustentável dos estoques de dívida mobiliária e contratual (Belluzo e Almeida, 2002).

³ Over Selic, fonte Banco Central do Brasil.

O endividamento público também sofreu consequências severas com a estratégia adotada para o ajuste externo. As receitas tributárias diminuíram com a desaceleração da economia. Por outro lado, as elevadas taxas de juros aumentavam os custos do financiamento da dívida interna, a qual em grande parte estava atrelado à taxa básica de juros. Para conseguir se refinar, o tesouro passou a emitir títulos soberanos atrelados ao dólar, o que acabou reforçando a vulnerabilidade a choques externos, inibindo a possibilidade de desvalorizar a moeda e fazendo com que a economia se tornasse altamente especulativa no sentido minskyano. Como se verá a seguir, com a crise cambial de 1998/99, os temores demonstraram estarem corretos.

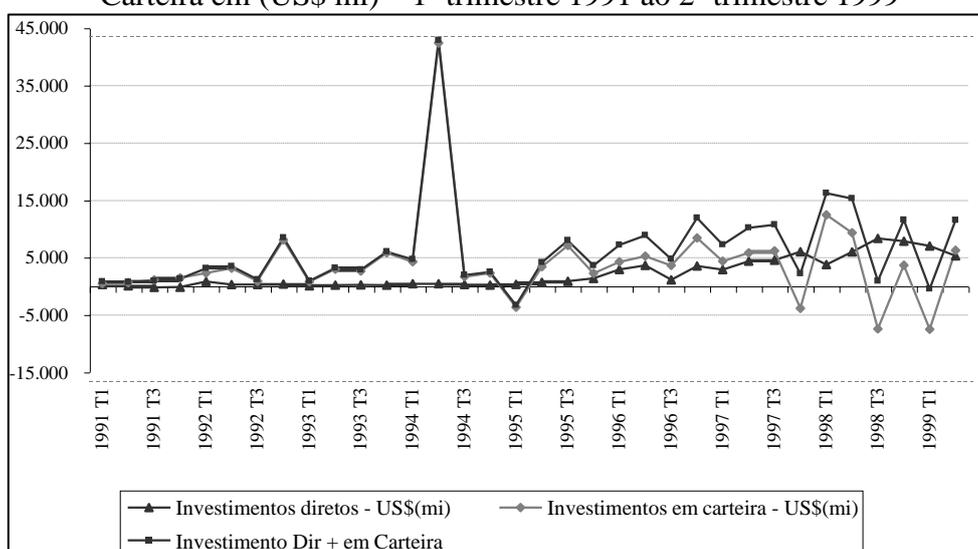
Batista Jr (1996) argumenta que a restrição externa era o principal obstáculo para o crescimento econômico, pois, dada valorização cambial e abertura comercial, o crescimento da demanda e da produção pressionavam a balança comercial e, por conseguinte, a conta de transações correntes. Segundo o autor, a taxa necessária para o crescimento econômico era de 6% ao ano, entretanto, dada a situação externa, tal crescimento não seria compatível com a balança comercial e a conta de transações correntes. Nas palavras do autor, “em determinadas circunstâncias, pode aparecer discrepância entre a taxa interna de juro compatível com um crescimento adequado da demanda interna e aquela que se faz necessária para gerar um superávit suficiente na conta de capitais do balanço de pagamentos” (Batista Jr., 1996, p. 35).

Franco (1998), argumenta que os déficits na conta de transações correntes do balanço de pagamentos seriam sustentáveis a longo prazo devido ao fato de a economia brasileira estar aumentando a sua competitividade e o financiamento dos déficits em boa parte virem de investimentos externos, inclusive de investimentos externos diretos. Entretanto, diferentemente do que ocorreu com os investimentos em carteira, o investimento externo direto (IED) não teve uma alta significativa logo após a implementação do Plano Real. Na realidade, uma alta mais significativa se deu apenas ao final de 1995, com a intensificação do processo de privatização.

Segundo Gonçalves (2005), a participação do ingresso de IDE com forte predominância no setor de serviços em detrimento ao setor industrial (com destaque para os setores de telecomunicações, intermediação financeira e comércio), associada, sobretudo, ao processo de desregulamentação e privatizações da segunda metade da década de 1990, contribuiu para aumentar o caráter de vulnerabilidade externa da

economia brasileira. Por um lado, o processo de privatizações, fusões e aquisições levou a um extraordinário aumento da internacionalização da produção, resultando num processo de desnacionalização da produção da economia brasileira. Por outro lado, a concentração nos setores de serviços causa sérios problemas de geração de divisas, uma vez que esse setor é de produtos não comercializáveis internacionalmente. Neste sentido, Belluzo e Almeida (2002) afirmam que “o recente ciclo de investimento direto estrangeiro tem sido caracterizado por baixa propensão a exportar e alta propensão a importar” (Belluzo e Almeida, 2002, p. 378).

Figura 5 – Evolução do Investimento Direto e Investimento em Carteira em (US\$ mi) – 1º trimestre 1991 ao 2º trimestre 1999



Fonte: Banco Central do Brasil.

Belluzo e Almeida (2002) afirmam que a política econômica adotada no Plano Real ocasionou um agravamento do desequilíbrio externo, sendo que os efeitos no balanço de pagamentos, de médio e longo prazos, foram ignorados pelo governo e seus apoiadores, pois esses compreendiam que o cenário externo benigno, o aumento de produtividade e as privatizações seriam suficientes para superar tal desequilíbrio externo. Segundo os autores, enquanto o financiamento externo se manteve elevado, o setor produtivo e o mercado financeiros se mantiveram na defensiva a respeito da política nociva do governo ao setor externo. Mas após o surgimento de novas crises externas (asiática em 1997 e russa em 1998) os “investidores” estrangeiros demonstraram inquietação e emitiram sinais de que a política então adotada não seria sustentável.

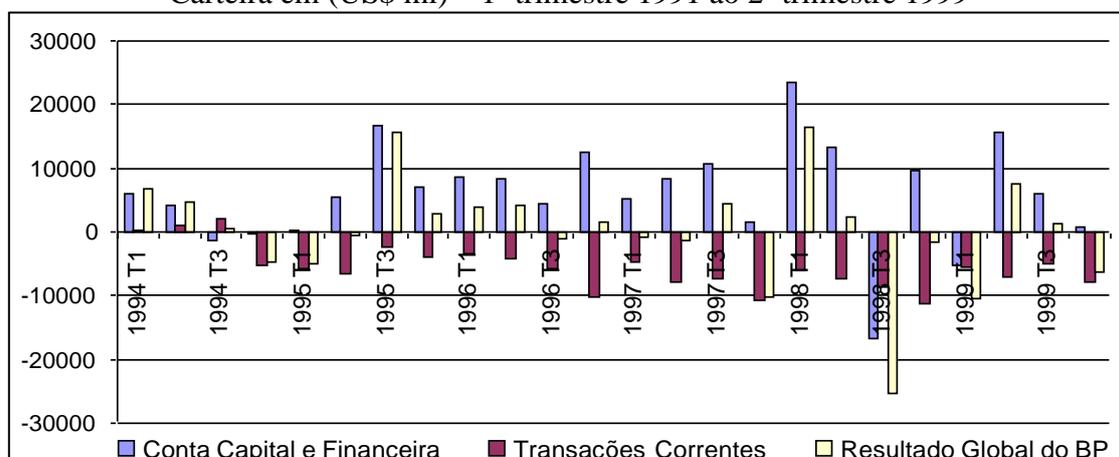
Com o cenário internacional turbulento, os financiamentos e os fluxos de capitais foram se reduzindo para os países emergentes, dando a entender que o financiamento dos

déficits em transações correntes seria mais escasso. Para atrair os capitais ainda dispostos a fluírem aos países em desenvolvimento, devia-se pagar prêmios de risco muito elevados. Ainda acreditava-se ser necessário uma correção no valor das bolsas de valores. No Brasil a desconfiança do mercado financeiro era ampliada pela percepção de que o regime cambial e monetário tendia ao desequilíbrio externo, tanto no que tange aos déficits excessivos na conta de transações correntes do balanço de pagamentos como também na composição das reservas internacionais, inflados pelos juros elevados (Belluzo e Almeida, 2002).

Outro fator agravante foi a postergação do ajuste necessário da taxa de câmbio. Segundo Belluzo e Almeida (2002), os juros altos necessários para a manutenção da taxa de câmbio foram responsáveis pela elevação do endividamento interno. Durante o período, o Brasil perdeu R\$ 25 bilhões em reservas. O governo conseguiu um novo acordo com o FMI, que contribuiu para a recomposição das reservas, porém o mercado financeiro se manteve incrédulo quanto à sustentabilidade da política monetária/cambial. O governo se viu obrigado a realizar um profundo ajuste fiscal e aceitar que seus títulos da dívida fossem pós fixados. A partir disso, surgiu um novo consenso macroeconômico, com metas de inflação, câmbio flutuante e adoção de metas para superávit primário.

Ao se fazer uma análise com base nos fatos estilizados do início do Plano Real até a crise cambial de 1998/99 fica evidente o aumento da vulnerabilidade externa durante o período. Desde o último trimestre de 1994 ao último de 1999, o saldo em conta corrente permaneceu negativo, havendo forte pressão sobre o balanço de pagamentos em períodos de saldos negativos na conta capital e financeira, como pode ser observado na Figura 6.

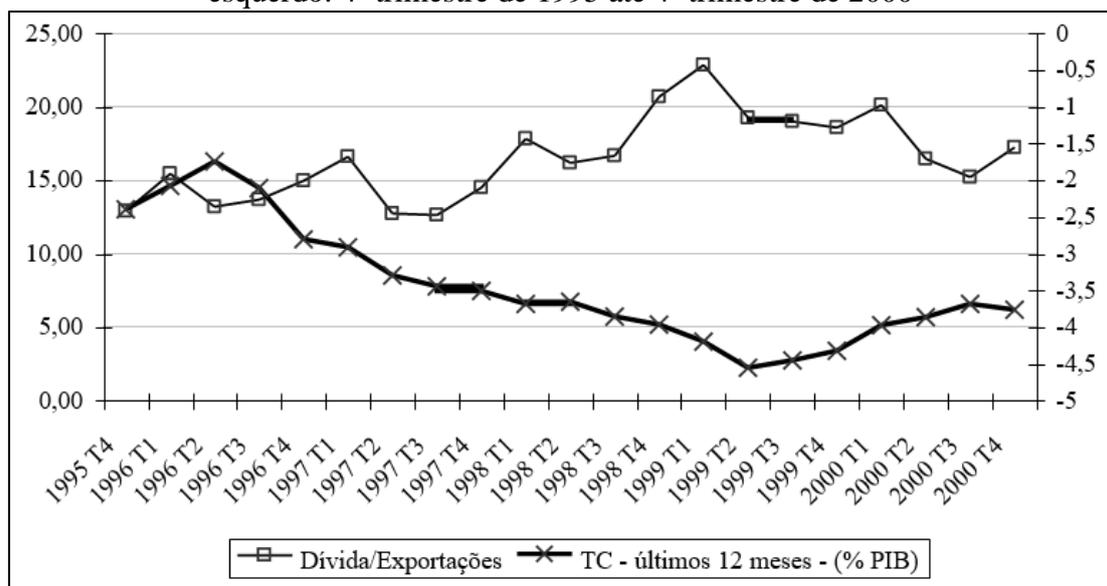
Figura 6 – Evolução do Investimento Direto e Investimento em Carteira em (US\$ mi) – 1º trimestre 1991 ao 2º trimestre 1999



Fonte: Dados do Banco Central do Brasil, vários boletins, retirados do IPEADATA. Elaboração própria.

Analisando os dados para o Brasil na Figura 7, observa-se que a relação entre a dívida externa e as exportações estão muito acima dos 2.2 recomendado por Bresser-Pereira e Nakano (2003), sendo que no 4º trimestre de 1998, no epicentro da crise, tal relação chegou a 20,72 e no 1º trimestre de 1999 se elevou à 22,88. Já ao se analisar os déficits em Conta Corrente como proporção do PIB, na mesma figura, percebe-se que se manteve acima de 2% em todo período de análise, com exceção de apenas um trimestre e, a partir do 2º trimestre de 1997, passou a ser superior a 3%, limite recomendado por Bresser-Pereira e Nakano (2003), chegando a 3,96% no 4º trimestre. Tal relação continuou a aumentar após a desvalorização cambial. Uma possível explicação seria a defasagem de tempo entre a desvalorização e o seu efeito positivo nas exportações líquidas, fenômeno conhecido como Curva J.

Figura 7 – Evolução dos saldos em Transação Corrente dos últimos 12 meses como porcentagem do PIB no eixo direito e relação Dívida Externa/Exportações no eixo esquerdo: 4º trimestre de 1995 até 4º trimestre de 2000



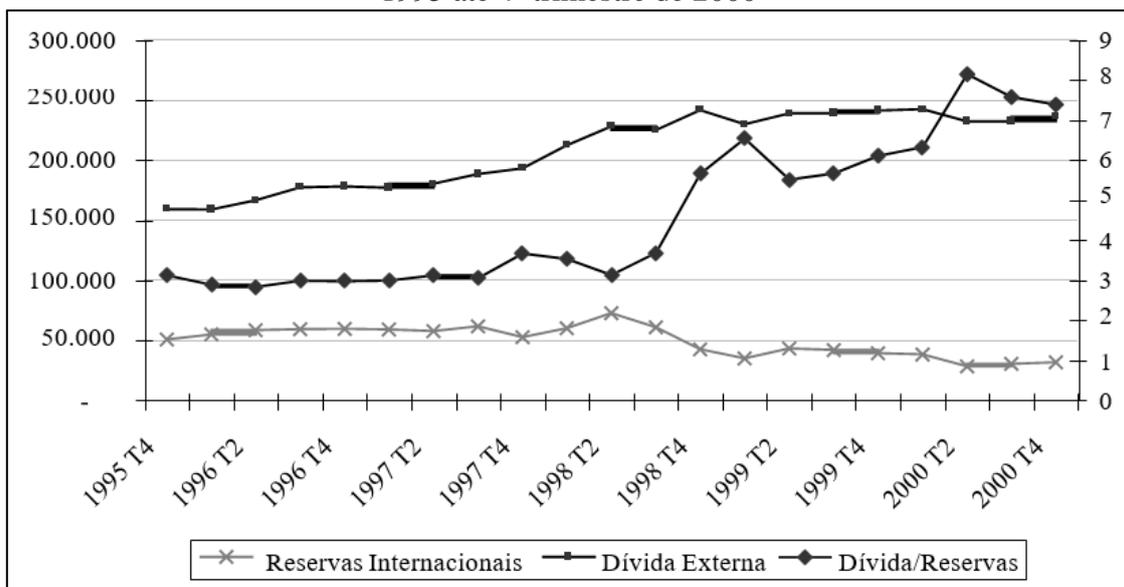
Fonte: A partir dos dados do Banco Central do Brasil, vários boletins, retirados do IPEADATA. Elaboração própria.

A relação entre a dívida externa e as reservas internacionais (ver Figura 8) é outro fator que demonstra a situação de vulnerabilidade externa da economia brasileira durante o período de análise. Como era de se esperar pelo exposto até aqui, a dívida externa iniciou uma trajetória ascendente até as vésperas da crise cambial, chegando a US\$ 241,6 bilhões no 4º trimestre de 1998. Já as reservas cambiais tiveram suas variações mais atreladas aos investimentos em Carteira (ver Figura 3), ou seja, às expectativas do mercado. Após a solução da crise mexicana, o nível das reservas se recompôs,

permanecendo sem alterações significativas até a crise asiática em meados de 1997. Com forte aumento dos juros (passando de 21,0% para 44,0%), ampliação na oferta de hedge por meio de venda de títulos com correção cambial e anúncio de significativo ajuste fiscal houve uma recuperação dos fluxos de capitais e, com isso, aumento das reservas internacionais (Alves Jr, Paula e Ferrari Filho, 2000).

Com uma nova crise no cenário internacional (crise russa em 1998) aliada à manutenção dos desajustes fiscais e da situação externa desfavorável, houve uma nova corrida contra o real, ao passo que a dívida externa continuou crescendo. A relação entre essas duas variáveis teve um grande salto entre final de 1998 e início de 1999 e teve uma queda logo após a eclosão da crise cambial, para depois aumentar novamente, devido à manutenção da debilidade da situação externa e desconfiança quanto ao novo regime.

Figura 8 – Evolução das Reservas Internacionais e da Dívida Externa em US\$ mi no eixo esquerdo e da relação Dívida Externa/Reservas no eixo a direita: 4º trimestre de 1995 até 4º trimestre de 2000



Fonte: A partir dos dados do Banco Central do Brasil, vários boletins, retirados do IPEADATA.
Elaboração própria.

Segundo Paula e Alves Jr. (1999), quanto mais uma economia precisar recorrer ao mercado financeiro internacional para renegociar seus compromissos, maior será o grau de fragilidade externa desta economia. Os autores criaram um índice para medir esse grau, o qual compara o total de obrigações cambiais, com a capacidade de pagamento do país. Após o 4º trimestre de 1995, houve uma significativa piora desse índice, se mantendo até o final da análise que se deu em 1997 e dando um grande salto com a Crise Asiática.

Os autores concluem que a política cambial estaria inadequada para o desequilíbrio externo da economia brasileira, cujo desequilíbrio só se agravou até o período que antecedeu a crise cambial de 1998/99, a qual eclodiu em janeiro de 1999, durante a breve passagem de Chico Lopes em substituição a Gustavo Franco na presidência do Banco Central.

O crescimento econômico do período analisado ficou muito aquém do desejável, caracterizado pelo movimento *stop and go*. Um aumento significativo ocorreu em 1995 (4,22%) devido aos efeitos do plano de estabilização e por baixos crescimentos em anos anteriores. Em 1996 o crescimento do PIB foi de 2,15%, enquanto em 1997 foi de 3,38%. Os anos de 1998 e 1999 foram os de pior crescimento, com 0,04% e 0,25% respectivamente. Importante observar que o crescimento significativamente menor nos dois últimos anos, pode ser atribuído principalmente aos impactos negativos da crise cambial brasileira. Ou seja, o crescimento econômico foi restringido pela situação externa.

Outras consequências imediatas da crise cambial foi o aumento da dívida pública, que saltou de R\$ 388 bilhões em dezembro de 1998 para R\$ 500 bilhões em fevereiro de 1999; aumento da taxa de desemprego, saindo de 15,7% em 1997 para 18,3% em 1998 e 19,3% em 1999; e elevação do nível dos preços, no qual o IGP sai de 1,7% em 1998 para 20,0% em 1999, mas posteriormente houve uma suavização da aceleração⁴.

Cabe ainda frisar que a crise cambial de 1998/99 não pode ser justificada meramente pelas vicissitudes externas, mas sim pela elevação da vulnerabilidade externa decorrente das escolhas feitas pós-plano real, ou seja, a adoção de uma estratégia de inserção externa apoiada nos fluxos de capitais estrangeiros, a qual tornou a economia do país altamente vulnerável a choques exógenos adversos. Fazendo uma comparação da evolução de alguns indicadores de vulnerabilidade externa, pode-se observar na tabela 1 que dos nove indicadores selecionados, sete apresentam os piores índices nos anos de 1998 e 1999. As exceções foram as reservas internacionais sobre o total da dívida externa, os quais ainda refletiam os impactos da crise cambial; e a dívida total sobre o PIB, em 2002, ano em que também ocorreu ataque sobre o real.

⁴ Os dados do crescimento do PIB e do desemprego foram obtidos no IBGE. Os dados sobre inflação foram retirados do Banco Central do Brasil.

Tabela 1 – Indicadores selecionados de vulnerabilidade externa

Ano	Serviço da dívida / exportações (%)	Juros / exportações (%)	Dívida total / exportações - Razão	Dívida total / PIB (%)	Serviço da dívida / PIB (%)	Déficit Tran. Corrente s/PIB (%)	Reservas (liq.) / serv. da dívida - Razão	Reservas (liq.) / dívida total (%)	Reservas (liq.) / Def. Trans. Corrent. - Razão
1994	38,2	13,3	3,3	26,3	3,1	0,52	2,3	27,1	21,43
1995	44,5	21,6	3,3	19,9	2,7	2,61	2,5	33,9	2,82
1996	54,7	25,1	3,6	20,6	3,1	2,78	2,3	34,7	2,56
1997	72,6	24,3	3,6	22	4,4	3,24	1,4	27,2	1,71
1998	87,4	28,4	4,4	26,5	5,3	3,41	1	19,9	1,33
1999	126,5	33,7	4,7	38,4	10,4	2,38	0,6	16,1	1,43
2000	88,6	29	3,9	33,6	7,6	2,05	0,7	15,2	1,36
2001	84,9	28	3,6	37,9	8,9	1,78	0,7	17,1	1,54
2002	82,7	23,6	3,5	41,8	9,9	0,52	0,8	18	4,95
2003	72,5	19,4	2,9	38,8	9,6	-0,25	0,9	22,9	-11,8
2004	53,7	14,8	2,1	30,3	7,8	-0,60	1	26,3	-4,53
2005	55,8	12,2	1,4	19,2	7,5	-0,65	0,8	31,7	-3,85
2006	41,3	10,8	1,3	15,8	5,2	-0,58	1,5	49,7	-6,29
2007	32,4	9,5	1,2	14,5	3,9	-0,06	3,5	93,3	-116,29
2008	19	7,9	1	12,6	2,4	0,93	5,1	97,7	7,34

Fonte: A partir dos dados do Banco Central do Brasil, vários boletins, retirados do IPEADATA. Elaboração própria.

Algumas diferenças podem ser apontadas entre os ataques especulativos contra o realde 1999 e 2002. A primeira delas se refere ao regime cambial, o qual passara a ser flutuante após a primeira crise cambial. Nesse sentido, é corroborado o argumento de Carneiro (2008) de que, em economia com elevado grau de abertura financeira, não importa qual regime cambial será adotado, pois ambos se tornam reféns das expectativas dos “agentes do mercado”. Uma segunda diferença relevante é que embora os indicadores de vulnerabilidade ainda se encontrassem em situações temerárias, já havia tido uma melhora em relação a 1998 e 1999, como pode ser observado nas Figuras 1, 2 e 3. O principal motivo dessa melhora foi a recuperação da conta de transações correntes, puxada pela balança comercial, a qual foi beneficiada pela desvalorização cambial. A terceira diferença significativa é que em 2002, mais do que aspectos estritamente econômicos, teve grande peso a expectativa negativa da eleição de Lula à presidência. Quanto à última diferença, cabe levantar a questão de que crises externas podem ocorrer mesmo sem a piora dos indicadores de vulnerabilidade, simplesmente devido a alterações nas expectativas dos agentes⁵.

⁵ Não há consenso na literatura que a abrupta desvalorização na taxa de câmbio em 2002 tenha se configurado em crise cambial como ocorrera em 1999. Na opinião deste autor, embora não tenha havido necessidade de mudança de regime cambial, os impactos ocasionados à economia se assemelham em

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente artigo buscou trazer elementos sobre a importância do contexto externo para o sucesso do Plano Real, o qual se mostrou de fato capaz de conter a inflação. Entretanto, outros aspectos relacionados à estabilidade macroeconômica foram rapidamente debilitados. A estratégia de combinação juros altos e moeda apreciada levou à queda rápida da balança comercial e forte crescimento dos déficits em transações correntes. O propagado ajuste fiscal necessário para o controle de inflação se mostrou pouco relevante, pois em curto espaço de tempo a dívida interna já havia aumentado significativamente. As reservas internacionais também corroeram mais rápido do que o previsto, pois o passivo externo de curto prazo se encontrava em torno de 80% delas.

Os juros altos e os empréstimos junto ao FMI conseguiram postergar a manutenção do regime cambial, a despeito da piora de todos os indicadores de vulnerabilidade externa. Contudo, após a crise Asiática de 1997 e Russa de 1998, sua manutenção era cada vez mais vista como insustentável. Em janeiro de 1999 a crise cambial eclodiu, tendo como consequência a queda na atividade econômica, elevação do desemprego, da dívida interna e da inflação, cujo IGP sai de 1,7% em 1998 para 20,0% em 1999. A partir disso, surgiu um novo consenso macroeconômico, com RMI, câmbio fluante e adoção de metas para superávit primário (Batista Jr; 1996; Belluzzo e Almeida, 2002; Carneiro, 2002; Filgueiras, 2000)⁶. Ou seja, o que se buscou trazer ao longo do presente artigo é que tanto o sucesso do plano quanto sua posterior degradação possui uma relação estreita com o contexto externo, tanto nos aspectos positivos quanto negativos do plano. Ao apostar que poderia crescer baseado na poupança externa, o país permaneceu vulnerável à instabilidade externa e aos fluxos financeiros internacionais.

REFERÊNCIAS

ABREU, M.P. **A Ordem do Progresso. Cem Anos de Política Econômica Republicana – 1889-1989**. Rio de Janeiro: Campus, 1990.

AHMED, S; ZLATE, A. Capital flows to emerging market economies: a brave new world? Board of governors of the federal reserve system. **International Finance Discussion**. Papers Number 1081, June 2013.

ambos, com repique nos preços, desaceleração do PIB e elevação da dívida externa e interna atrelada ao dólar.

⁶ Uma discussão sobre os limites do RMI, problemas específicos para o caso brasileiro e propostas de alterações é feito em Sampaio e Weiss, 2022.

AIZENMAN, J.; BINICI, M. Exchange market pressure in OECD and emerging economies: Domestic vs. external factors and capital flows in the old and new normal. **Journal of International Money and Finance**, 66, pp. 65–87, 2016.

ALMEIDA, J. S. G. **As reformas financeiras de 1964-65: objetivos, rumos e desvios.** Texto para Discussão, n. 59. Rio de Janeiro: IEI/UFRJ, 1984.

ALVES JR., J. A.; PAULA, L. F.; FERRARI-FILHO, F. Crise Cambial, Instabilidade Financeira e Reforma do Sistema Monetário Internacional: Uma Abordagem Pós-Keynesiana. **Revista de Economia Contemporânea**, 4(1), pp. 79-106, 2000.

ARAÚJO, V. L. A macroeconomia do governo Médici (1969-1974): uma contribuição ao debate sobre as causas do “milagre” econômico. **Economia Ensaios** (Uberlândia), 33(1): 4170, Jul./Dez, 2018.

BAER, W. **Economia Brasileira.** São Paulo: Nobel, 1996.

BATISTA JR., P. N. O Plano Real à Luz das Experiências Mexicana e Argentina. **Estudos Avançados**, n. 28, Set./Dez., 1996.

BELLUZZO, L.G.; ALMEIDA, J.S. **Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real.** Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. Crescimento econômico com poupança externa?. **Revista de Economia Política**, 23(2), Abr./Jun. 2003.

CARNEIRO, R. **Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX.** São Paulo: Ed. Unesp/IE-Unicamp, 2002.

CARNEIRO, R. Introdução. In: CARNEIRO, R. M. (Org.). **A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula.** São Paulo: Editora Unesp. 2006.

CARNEIRO, R. Globalização e inconversibilidade monetária. **Revista de Economia Política**, 28. 2008.

CASTRO, A. B.; SOUZA, F. E. O saldo e a dívida. **Revista de Economia Política**, v. 8, n. 2, 1988.

COUTINHO, L. G.; BELLUZZO, L. G. D. M. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. **Economia e Sociedade** (Campinas), n. 7, pp. 129-154, Dez. 1996.

CRUZ, P. D. Endividamento externo e transferência de recursos reais ao exterior: os setores público e privado na crise dos anos oitenta. Belo Horizonte: **Nova Economia**, v. 4, n. 1, Ago. 1995.

EICHENGREEN, B. **Globalizing Capital.** New Jersey: Princeton University Press, 1996.

- FILGUEIRAS, L. **A História do Plano Real**. São Paulo: Editora Boitempo, 2000.
- FONSECA, P.C.D. A Crise do Governo Goulart: uma interpretação. In: **Anais do IX Encontro Nacional de Economia Política**, Uberlândia, 2004.
- FRANCO, G. H. B. A inserção externa e o desenvolvimento. **Revista de Economia Política**, v. 18, n. 3 (71), Jul./Set. 1998.
- FRENKEL, R. Globalización y crisis financieras en América Latina. **Revista de Economía Política**, v. 23, n. 3, Jul/Set 2003.
- GIAMBIAGI, F. **Economia Brasileira Contemporânea**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.
- GONÇALVES, R. **Economia Política Internacional: Fundamentos teóricos e as relações internacionais do Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.
- HELLEINER, E. **States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990's**. Ithaca e Londres: Cornell University Press, 1994
- LACERDA, A. BORGES, M. MARQUES, T. BORGES, M BOCCHI, J. **Economia Brasileira**. 4ª ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2014.
- LARA-REZENDE, A. Da inflação crônica à hiperinflação: Observações sobre o quadro atual. **Revista de Economia Política**, v. 9, n. 1. Jan/Mar 1989.
- LESSA, C. **15 anos de política econômica**. Brasiliense, 1982.
- MALAN, P. S.; BONELLI, R. Crescimento Econômico, Industrialização e Balanço de Pagamentos: o Brasil dos anos 70 aos anos 80. R. J. IPEA/INPES, Texto para Discussão, n. 60, 1983.
- MENDONÇA de BARROS, L. C. A moeda indexada. **Economia e Sociedade**, n. 2, 1992.
- PAULA, L.F.; ALVES JR., A. Fragilidade Financeira Externa e os Limites da Política Cambial no Real. **Revista de Economia Política**, v. 19, n. 1, pp. 74-95, Jan./Mar. 2000.
- PIRES, M. C. **Economia Brasileira: Da Colônia ao Governo Lula**. São Paulo: Saraiva, 2010.
- PRATES, D. M. A abertura financeira dos países periféricos e os determinantes dos fluxos de capitais. **Revista de Economia Política**, v. 19, 1999.
- REY, H. **Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence**. London Business School, CEPR and NBER. 2013.
- SAMPAIO, A. V.; WEISS, M. A. Inflação brasileira a partir do advento da pandemia e

as limitações do regime de metas de inflação: uma abordagem pós keynesiana. **Cadernos do desenvolvimento**, v. 17, pp. 130-172, 2022.

TAVARES, M. C. **Ciclo e crise: o movimento recente da industrialização brasileira**. Campinas: UNICAMP, 1998.

WEISS, M. A.; PRATES, D. M. Análise teórica e empírica dos determinantes dos fluxos de capitais financeiros para os países em desenvolvimento no contexto da globalização financeira. **Nova Economia**, v. 27, n. 2, pp. 85–117, Ago. 2017.