

Análise Econômica

LEGADO DO PLANO REAL:
A ESTABILIZAÇÃO SEM CRESCIMENTO ECONÔMICO?
NANDO FERRARI FILHO

CONSUMO AGREGADO E PLANOS
DE ESTABILIZAÇÃO NO BRASIL
N CARLO MACHADO E ROSA FONTES

IMPORTÂNCIA ECONÔMICA DO
CONECÓCIO PARA A REGIÃO SUL DO BRASIL
É LUIZ PÁRRÉ E
QUIM JOSÉ MARTINS GUILHOTO

PAPEL DA AGRICULTURA NO DESENVOLVIMENTO
ECONÔMICO BRASILEIRO, 1980/1998
MINA BATISTA DE LUCENA E
I DE JESUS DE SOUZA

EQUILÍBRIO TEMPORÁRIO, ANÁLISE DINÂMICA
MOTIVO FINANÇAS DE DEMANDA DE MOEDAS
É LUÍS OREIRO E FLAVIA DIAS RANGEL

OBSTÁCULOS À SOBREVIVÊNCIA E EXPANSÃO
DE PEQUENAS EMPRESAS NO CONTEXTO
DE DINÂMICA ECONÔMICA CAPITALISTA
É LUÍS FERREIRA

OPERATIVAS DE TRABALHO: FLEXIBILIZAÇÃO
OU DEGRADAÇÃO DO TRABALHO?
É MARIA PEREIRA

QUESTÃO METODOLÓGICA NA DISCUSSÃO
DEBRE A CENTRALIDADE DO TRABALHO
É LO NAKATANI

NOVAS REGRAS DE SUPERVISÃO BANCÁRIA
COMITÊ DA BASILÉIA E SEUS EFEITOS
DEBRE OS PAÍSES PERIFÉRICOS
É CRISTINA PENIDO DE FREITAS
É DANIELA MAGALHÃES PRATES

ANO

19

Nº

35

MARÇO, 2001

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL

Reitora: Prof^ª. Wrana Maria Panizzi

FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Diretor : Prof. Pedro César Dutra Fonseca

CENTRO DE ESTUDOS E PESQUISAS ECONÔMICAS

Diretor: Prof. Gentil Corazza

DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Chefe: Prof. Luiz Alberto Oliveira Ribeiro de Miranda

DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS

Chefe: João Marcos Leão da Rocha

CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

Coordenador: Prof. Eduardo Pontual Ribeiro

CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DESENVOLVIMENTO RURAL

Coordenador: Prof. Jalcione Almeida

CONSELHO EDITORIAL: Achyles B. Costa, Aray M. Feldens, Carlos A. Crusius, Carlos G. A.

Mielitz Netto, Eduardo A. Maldonado Filho, Eduardo P. Ribeiro, Eugênio Lagemann,

Fernando Ferrari Filho, Gentil Corazza, Jan A. Kregel (Univ. of Bologna), Marcelo S. Portugal,

Nali J. Souza, Otilia B. K. Carrion, Paulo A. Spohr, Paulo D. Waquil, Pedro C. D. Fonseca,

Philip Arestis (Univ. of East London), Roberto C. Moraes, Ronald Otto Hillbrecht, Stefano

Florissi, Eleutério F. S. Prado (USP), Fernando H. Barbosa (FGV/RJ), Gustavo Franco (PUC/

RJ), João R. Sanson (UFSC), Joaquim P. Andrade (UnB), Juan H. Moldau (USP), Paul

Davidson (Univ. of Tennessee), Werner Baer (Univ. of Illinois).

COMISSÃO EDITORIAL: Eduardo Augusto Maldonado Filho, Fernando Ferrari Filho, Gentil

Corazza, Marcelo Savino Portugal, Paulo Dabdab Waquil, Roberto Camps Moraes.

EDITOR: Gentil Corazza

EDITOR ADJUNTO: Pedro Silveira Bandeira

SECRETÁRIA: Vanessa Hoffmann de Quadros

REVISÃO DE TEXTOS: Vanete Ricacheski

FUNDADOR: Prof. Antônio Carlos Santos Rosa

Os materiais publicados na revista *Análise Econômica* são da exclusiva responsabilidade dos autores. É permitida a reprodução total ou parcial dos trabalhos, desde que seja citada a fonte. Aceita-se permuta com revistas congêneres. Aceitam-se, também, livros para divulgação, elaboração de resenhas e resenhas. Toda correspondência, material para publicação (vide normas na terceira capa), assinaturas e permutas devem ser dirigidos ao seguinte destinatário:

PROF. GENTIL CORAZZA

Revista *Análise Econômica* - Av. João Pessoa, 52

CEP 90040-000 PORTO ALEGRE - RS, BRASIL

Telefones: (051) 316-3348 e 316-3440 - Fax: (051) 316-3990

rae@vortex.ufrgs.br

Análise Econômica

Ano 19, n° 35, março, 2001 - Porto Alegre

Faculdade de Ciências Econômicas, UFRGS, 2001

Periodicidade semestral, março e setembro.

1. Teoria Econômica - Desenvolvimento Regional -
Economia Agrícola - Pesquisa Teórica e Aplicada -
Periódicos. I. Brasil.

Faculdade de Ciências Econômicas,
Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

CDD 330.05

CDU 33 (81) (05)

O legado do Plano Real: uma estabilização sem crescimento econômico?

*Fernando Ferrari Filho**

"As [...] imperfeições da sociedade econômica em que vivemos estão relacionadas às suas falhas em promover o pleno emprego e à sua arbitrariedade em distribuir riqueza e renda"

John Maynard Keynes

Resumo: O artigo tem dois objetivos: por um lado, ele mostra que o êxito do Plano Real, caracterizado pela estabilidade do processo inflacionário, foi obtido às expensas dos desequilíbrios fiscal e de balanço de pagamentos que, por sua vez, acabam impondo restrições à retomada do crescimento econômico auto-sustentável; por outro, ele apresenta um conjunto de medidas que visem viabilizar os fundamentos macroeconômicos, imprescindíveis para manter sob controle o processo inflacionário e retomar o crescimento e desenvolvimento econômicos.

Palavras-chave: Plano Real, política de estabilização e crescimento econômico.

Abstract: The article aims at showing that the success of Real Plan, that is to say, the reduction and control of inflation process, was obtained by fiscal and balance of payments disequilibria. Moreover, these instabilities cannot assure the long-term economic growth of Brazilian economy. Besides, it aims at presenting an economic proposal for restoring the macroeconomic balances, so important to keep the inflation process under control and to assure the long-term economic growth.

Key words: Real Plan, stabilization policy and economic growth.

1 Introdução

Após inúmeras frustrações com planos de estabilização econômica implementados na economia brasileira ao longo dos anos 1980 e 1990¹, o Plano Real é considerado o plano mais bem-sucedido em relação ao seu principal objetivo, qual seja, a redução drástica e o controle da inflação.

* Professor titular do Departamento de Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul e diretor do Centro de Estudos e Pesquisas Econômicas da referida Instituição. E-mail: ferrari@ufrgs.br. O apoio do CNPq é reconhecido para a viabilização deste artigo. O autor agradece as sugestões de Gentil Corazza e ao auxílio estatístico da bolsista de iniciação científica Cecília Rutkoski Hoff. Ambos, naturalmente, não são responsáveis pelos eventuais erros presentes no artigo. Este artigo foi escrito em fevereiro de 2001.

¹ Os planos Cruzado, 1986, Bresser, 1987, Verão, 1989, e Collor, 1990, são alguns exemplos de tentativas frustradas de estabilização econômica.

Com efeito, em junho de 1994, um mês antes da introdução do *real* como unidade de conta, padrão de preços e reserva de valor, a inflação anual encontrava-se ao redor de 5.150,00%, ao passo que, em dezembro de 2000, a inflação nos últimos 12 meses foi de, aproximadamente, 10,0%².

No entanto, se a queda abrupta da inflação representa o sucesso incontestado do Plano Real, o mesmo já não se pode dizer em relação à *performance* da atividade econômica ao longo do período pós-Plano Real, pois, apesar do PIB ter crescido 10,2% nos dois primeiros anos do Plano Real³, entre 1994 e 2000 a taxa média de crescimento real do PIB foi de 3,0% a.a.⁴, semelhante, portanto, à taxa média de crescimento real do PIB ao longo dos anos 1980 – período denominado de “década perdida” – que foi de 2,9% a.a..

Em relação ao pífio desempenho do PIB durante o período do *real*, nunca é demais lembrar que o Plano Real foi concebido como sendo um plano de estabilização que não se preocupou em articular uma estratégia de desenvolvimento econômico a médio e longo prazos. Nesse particular, em nosso ponto de vista, a estabilidade da moeda somente tem sentido se ela, ao permitir que os agentes econômicos continuem confiando nas relações contratuais expressas em unidades monetárias, viabiliza os processos de produção, circulação e distribuição da atividade econômica. Em outras palavras, a estabilização de preços não é um fim em si mesma, mas apenas uma condição para propiciar crescimento e desenvolvimento econômicos a médio e longo prazo.

O objetivo do presente artigo é analisar as razões tanto do êxito – expresso na estabilidade inflacionária – quanto do insucesso do Plano Real, qual seja, o desajuste macroeconômico – subentende-se desequilíbrios fiscal e de balanço de pagamento. Em relação aos referidos desequilíbrios, o artigo sinaliza que esses impõem restrições à retomada do crescimento auto-sustentável no médio e longo prazo. Para tanto, o artigo está dividido em três partes. Na primeira seção, a lógica do Plano Real é resgatada. Na seção seguinte, descreve-se a condução da política econômica e os impactos da mesma sobre as variáveis reais da economia, antes e após a crise cambial, desencadeada em janeiro de 1999. Na última seção, ciente de que a inconsistência macroeconômica obstaculiza a retomada do crescimento a médio e longo prazo, apresenta-se algumas recomendações de política econômica

² As referidas taxas de inflação anuais foram calculadas tendo como referência o IGP-DI/FGV.

³ É importante mencionar que, via de regra, quando há uma queda significativa da taxa de inflação, o nível de atividade econômica, pelo menos em um primeiro momento, é dinamizado, visto que a demanda por moeda dos agentes econômicos cresce consideravelmente.

⁴ A referida taxa foi calculada a partir da Tabela 2.

– vamos chamá-las de *economic growth target* – que viabilizem o equilíbrio macroeconômico, imprescindível para manter o controle do processo inflacionário e sinalizar a retomada do crescimento e desenvolvimento econômicos.

2 A estruturação da política antiinflacionária: as etapas do Plano Real

O Plano Real, articulado e implementado pelo então Ministro da Fazenda do Presidente Itamar Franco, Fernando Henrique Cardoso, partiu do diagnóstico de que o processo inflacionário brasileiro decorria de dois fatores básicos: o desequilíbrio das contas públicas e a indexação generalizada dos contratos. Em outras palavras, a inflação brasileira era um problema tanto de déficit público quanto de inércia⁵. Nesse sentido, para assegurar a estabilidade duradoura dos preços, o Plano propunha uma mudança nos regimes fiscal e monetário. Para tanto, a política antiinflacionária foi implementada em três etapas: na primeira, buscou-se o ajuste fiscal de curto prazo; em seguida, objetivou-se o ajustamento dos preços relativos; por fim, realizou-se a reforma monetária - introdução do *real*.

Em que consistiu o ajuste fiscal de curto prazo? Devido à interrupção do programa de privatizações do Governo Itamar Franco e às dificuldades políticas de se operacionalizar as reformas estruturais no âmbito constitucional⁶, as autoridades monetárias não tiveram outra alternativa a não ser propor o binômio austeridade fiscal e aumento das receitas tributárias. Nesse sentido, o ajuste fiscal foi constituído basicamente pela aprovação, no Congresso Nacional, ao final de 1993 e para vigorar ao longo de 1994 e 1995, do Fundo Social de Emergência. Com o referido Fundo, um pacote

⁵ É importante ressaltar que o desequilíbrio do setor público não decorria de seu componente primário - diferencial entre gastos correntes das Administrações Direta e Indireta da União e dos Estados e Municípios e receitas tributárias desses - mas, principalmente, do estrangulamento fiscal causado pelo fluxo de rolagem da dívida interna, fragilizando, assim, o padrão monetário. Quanto ao diagnóstico inercial da inflação, a idéia não poderia ser diferente da concepção neo-estruturalista da inflação, elaborada e discutida nos anos 1980, e que fundamentou os planos Cruzado e Bresser, qual seja: na ausência de choques inflacionários - tanto de demanda quanto de oferta - a inflação corrente passa a ser determinada pela inflação passada. Em outras palavras, a inércia inflacionária manifesta-se porque os agentes econômicos, ao se defenderem da inflação - procurando recompor o pico da sua renda real em cada intervalo de reajuste de preços - repassam, através de mecanismos formais e informais de indexação, a inflação passada para os contratos correntes, impactando, por conseguinte, a dinâmica inflacionária presente.

⁶ A propósito, os programas de privatização e de desregulamentação e as reformas institucionais, tais como a da Previdência e a Administrativa, foram retomados no governo de Fernando Henrique Cardoso.

de medidas fiscais de contenção de gastos públicos e de aumento das receitas tributárias, as autoridades monetárias entendiam que o equilíbrio das contas públicas seria alcançado, eliminando, assim, o déficit público, considerado como a principal causa da inflação. Como era de se esperar, as medidas fiscais contracionistas surtiram efeito: em junho de 1994, mês imediatamente anterior à implantação da reforma monetária, a relação superávit fiscal primário/PIB era de 2,6%, bem como o déficit nominal do setor público - somatório dos resultados primário e operacional da União e dos Estados e Municípios e das empresas estatais - encontrava-se equilibrado.

A segunda etapa do Plano Real caracterizou-se pela criação, em fevereiro de 1994, da Unidade Real de Valor (URV) como padrão de valor monetário, permanecendo o *cruzeiro real* como meio de pagamento. A URV, média de três índices de preços representativos da economia - IPC/FIPE, IPCA/IBGE e IGP-M/FGV - objetivou "induzir" a economia a encontrar um vetor de preços sustentável, buscando, assim, a desindexação através da indexação geral dos contratos. Em outras palavras, a URV visava à correção sincronizada dos preços relativos da economia. Para tanto, os novos contratos que entrariam em vigência a partir daquele mês seriam reajustados, compulsoriamente, pela URV, enquanto os demais contratos existentes optariam (ou não) pela conversão para o referido padrão estável de valor. É importante salientar que o êxito desta etapa do Plano Real deveu-se ao fato de que a desindexação da economia brasileira respeitou, em contraposição aos planos de estabilização anteriores, os mecanismos de mercado, evitando outras formas de intervenção, tais como congelamento de preços e salários, utilização de "tablitas" e confisco de ativos financeiros.

A última etapa do Plano Real, introduzida em julho de 1994, fez com que a URV ganhasse poder liberatório. Em outras palavras, essa etapa caracterizou-se pela reforma monetária - substituição do *cruzeiro real* pelo *real* como meio de troca, unidade de conta e reserva de valor. Essa, por sua vez, veio acompanhada por medidas que estabeleceram regras de emissão monetária e definiram a paridade máxima entre o *real* e o *dólar*, condições imprescindíveis para assegurar a estabilidade monetária. Em outras palavras, a reforma monetária implicou adoção de âncoras monetária e cambial: por um lado, a âncora monetária seria utilizada para conter o ímpeto da economia no curto prazo. Mais tarde, após a crise mexicana, ela tornar-se-ia o principal instrumento para financiar os desequilíbrios externos da economia brasileira. Por outro, a âncora cambial objetivaria reduzir e estabilizar o nível de preços interno.

No que diz respeito à âncora monetária, foram fixadas metas de crescimento da base monetária - papel moeda em circulação e reservas bancárias - para os dois últimos trimestres de 1994 e para o primeiro trimestre de

1995. Essas metas, contudo, poderiam sofrer flexibilizações, em caráter de excepcionalidade, de até 20,0% sobre os valores fixados, face às pressões de demanda por moeda⁷.

A sistemática da taxa de câmbio foi caracterizada por uma âncora cambial com bandas assimétricas de variação. Dito de outra maneira, o Banco Central estabeleceu um limite para o preço de venda da paridade cambial - a taxa de câmbio, *real* por *dólar*, deveria situar-se em torno de 1,00 - bem como permitiu que o mercado de divisas estrangeiras estabelecesse o preço de compra da taxa de câmbio.

3 A desvalorização cambial anunciada

Como era de se esperar, o efeito imediato da queda abrupta da inflação⁸ ocasionou uma grande expansão do nível de consumo, especialmente de bens não-duráveis, devido ao fim do imposto inflacionário, impulsionando, assim, o nível de atividade econômica no curto prazo. As Tabelas 1 e 2, abaixo, mostram a evolução das taxas de inflação e de crescimento real do PIB, nos períodos anteriores e posteriores ao Plano Real.

Tabela 1 - Taxa de inflação.

Período	IGP-DI/FGV ¹
1990	1.476,7
1991	480,2
1992	1.157,8
1993	2.708,2
1994	1.093,9
Jan/Jun 1994	763,2
Jul/Dez 1994	38,1
1995	14,8
1996	9,3
1997	7,5
1998	1,7
1999	19,9
2000	9,8

Fonte: Fundação Getúlio Vargas.

(1) Em 12 meses, dezembro sobre dezembro.

⁷ Como era de se esperar, face à subestimação do processo de monetização da economia, advinda da alteração da preferência pela liquidez dos agentes econômicos imediatamente após a reforma monetária, as autoridades monetárias tiveram que reavaliar, mais tarde, as metas de crescimento da base monetária.

⁸ A queda abrupta da inflação, pós-reforma monetária, pode ser observada quando se compara a taxa de inflação acumulada nos seis meses anteriores e posteriores à reforma monetária: entre janeiro e junho de 1994, a inflação foi de 763,2%, ao passo que, entre julho e dezembro do mesmo ano, o referido índice de preços se elevou 38,3%. É importante ressaltar que a inflação no segundo semestre ficou em 38,3%, devido, principalmente, à inflação residual verificada no mês de julho que foi de 24,7%. Veja, para tanto, a Tabela 1.

Tabela 2 - Taxa de crescimento real do PIB.

Período	Taxa
1990	(4,3)
1991	1,0
1992	(0,5)
1993	4,9
1994	5,8
1995	4,2
1996	2,7
1997	3,6
1998	(0,1)
1999	0,8
2000	4,2*

Fonte: Banco Central do Brasil.

* Estimativa preliminar.

Nota: Os valores entre parênteses representam taxas negativas.

Com base na Tabela 1, percebe-se o êxito incontestado do Plano Real: a inflação acumulada, entre julho de 1994 e dezembro de 2000, foi de 149,8%, muito aquém da inflação de 763,2%, observada entre janeiro e junho de 1994. Considerando-se a inflação mensal, no período pós-*real*, os preços cresceram, em média, 1,18%, ao passo que, nos seis primeiros meses de 1994, a inflação média mensal foi de 43,2%. A partir da Tabela 2, por sua vez, observa-se que o PIB apresentou, entre 1994 e 1995, uma taxa média de crescimento real de 5,0%, bastante superior à sua taxa média de crescimento real, entre 1990 e 1993, que foi tão-somente de 1,3%.

Pois bem, a combinação do binômio redução da inflação e crescimento significativo do PIB, em um primeiro momento, fez com que houvesse uma pressão pela monetização na economia. Preocupadas, todavia, com as metas fixadas para a expansão monetária, as autoridades monetárias foram obrigadas a controlar a oferta de moeda através, principalmente, da elevação das reservas compulsórias dos bancos comerciais. O resultado imediato consubstanciou-se na elevação da taxa real de juros.

A conseqüência do crescimento da taxa real de juros interna, diferenciando-a, assim, da taxa real de juros internacional, foi o ingresso de capital estrangeiro na economia brasileira, provocando, como contrapartida, a apreciação da taxa de câmbio. É importante lembrar que a apreciação cambial poderia ter sido evitada, caso as autoridades monetárias não tivessem optado pelo sistema de banda cambial assimétrica, quando da criação do *real*⁹. A Tabela 3 apresenta a evolução da taxa de câmbio nominal.

⁹ Pela sistemática de banda cambial assimétrica, o Banco Central comprometer-se-ia a intervir caso o *real* se desvalorizasse em relação ao *dólar*, porém deixaria o mercado atuar livremente caso houvesse uma apreciação da taxa de câmbio.

Tabela 3 - Evolução da taxa de câmbio nominal, Pós-Real¹.

Período	Taxa
Jul/Dez 1994	0,8450
Jan/Dez 1995	0,9169
Jan/Dez 1996	1,0048
Jan/Dez 1997	1,0783
Jan/Dez 1998	1,1607
Jan/Mar 1999	1,7704
Abr/Jun 1999	1,7139
Jul/Set 1999	1,8593
Out/Dez 1999	1,9136
Jan/Mar 2000	1,7733
Abr/Jun 2000	1,8010
Jul/Set 2000	1,8154
Out/Dez 2000	1,9303

Fonte: NAPE/CPGE/UFRGS.

(1) Dólar comercial, segundo média do período.

Pela tabela acima, percebe-se que a taxa média de câmbio nominal apreciou-se cerca de 15,5% no segundo semestre de 1994¹⁰. A propósito, a apreciação da taxa de câmbio persistiria até janeiro de 1999.

O binômio expansão do consumo e apreciação cambial resultou em dificuldades do balanço de pagamentos, uma vez que, a partir do segundo semestre de 1994, a tendência superavitária da balança comercial seria bruscamente revertida, seja pelo aumento das importações, seja pela queda das exportações: entre janeiro e junho de 1994, o saldo comercial acumulado foi, aproximadamente, US\$ 6,9 bilhões, ao passo que, no segundo semestre de 1994, a balança comercial acumulou um saldo próximo a US\$ 3,4 bilhões, representando, assim, uma queda de quase 51,0% no saldo comercial. A Tabela 4, abaixo, mostra a evolução anual da balança comercial.

Tabela 4 - Balança comercial - FOB - em US\$ bilhões.

Período	Exportações	Importações	Saldo
1990	31,4	20,7	10,7
1991	31,6	21,0	10,6
1992	35,8	20,5	15,3
1993	38,6	25,2	13,4
1994	43,5	33,1	10,4
1995	46,5	49,8	(3,3)
1996	47,7	53,3	(5,6)
1997	53,0	59,8	(6,8)
1998	51,1	57,7	(6,6)
1999	48,0	49,2	(1,2)
2000	55,1	55,8	(0,7)

Fonte: Banco Central do Brasil.

Nota: Os valores entre parênteses representam saldos negativos.

¹⁰ A apreciação da taxa de câmbio no início do Plano Real seria revertida, parcial e abruptamente, com a mudança, nos anos subsequentes, da política cambial: no primeiro momento, introduziu-se o sistema de bandas cambiais deslizantes, março de 1995, e, no segundo momento, ocorreu a maxidesvalorização da taxa de câmbio, janeiro de 1999.

Pela Tabela 4, a deterioração da balança comercial fica evidenciada: entre 1990 e 1994, a balança comercial acumulou um superávit de US\$ 60,4 bilhões, ao passo que, no período 1995/2000, o saldo comercial do balanço de pagamentos acumulou um déficit de US\$ 24,2 bilhões.

A despeito da reversão do saldo da balança comercial, fator responsável pelo recrudescimento do déficit em transações correntes, as autoridades monetárias entendiam que o mesmo não era problema, visto que o ingresso de capital externo, além de financiar o referido déficit, permitiria o crescimento das reservas internacionais¹¹.

Nesse particular, é importante ressaltar que os críticos da política de banda cambial assimétrica, entre os quais Antônio Delfim Netto, ex-Ministro da Fazenda, Affonso Celso Pastore, ex-Presidente do Banco Central, e Maria da Conceição Tavares, argumentavam que a defasagem cambial constituir-se-ia no principal problema do Plano Real, uma vez que a mesma estaria ocasionando expressivos déficits em transações correntes, os quais tornar-se-iam insustentáveis no longo prazo. Ao questionar a existência de uma defasagem cambial, a argumentação governamental, por sua vez, alicerçava-se na idéia de que (i) a apreciação cambial era decorrente do novo contexto macroeconômico de queda abrupta da inflação, e (ii) a “poupança externa” encarregar-se-ia em financiar as transações correntes. Os desequilíbrios em transações correntes e o financiamento dos mesmos, no período pós-Plano Real, são observados na tabela que segue.

Tabela 5 - Balanço de pagamentos em US\$ Bilhões.

Período	BC	BPTC	MC	IL	Saldo
1994	10,4	(1,7)	14,3	7,3	12,9
1995	(3,3)	(18,0)	29,3	4,7	13,5
1996	(5,6)	(23,1)	33,9	15,5	9,0
1997	(6,8)	(30,9)	25,9	20,7	(7,8)
1998	(6,6)	(33,6)	20,7	20,5	(17,3)
1999	(1,2)	(24,4)	12,0	30,1	(10,7)
2000	(0,7)	(24,7)	30,4	29,6	8,1

Fonte: Banco Central do Brasil.

Nota: BC, BPTC, MC e IL são, respectivamente, balança comercial, transações correntes, movimento de capitais e investimento externo líquido. Os valores entre parênteses representam saldos negativos.

Pela tabela acima constata-se que o déficit do balanço de pagamentos em transações correntes constituiu-se no problema crítico do Plano Real: por um lado, entre 1994 e 1995, o déficit do balanço de pagamentos em transações cresceu 958,8%¹²; por outro, o referido déficit manteve sua trajetória de crescimento até 1998.

¹¹ Na visão do Governo, o déficit em transações correntes não seria problemático desde que ele não fosse superior a 3,0% do PIB.

¹² Se nos primeiros anos do Plano Real o déficit do balanço de pagamentos em transações correntes era financiado por “poupança externa”, o mesmo não se pode dizer nos anos que

A crise mexicana, no final de 1994, sinalizaria quem estava com a razão no debate sobre a apreciação cambial. Devido ao “efeito tequila”, os investimentos de risco reduziram-se significativamente, diminuindo, assim, as reservas internacionais. Na ocasião, a lógica da política econômica deveria ter sido, naturalmente, a desvalorização cambial. As autoridades monetárias, todavia, receosas em abandonar o câmbio como âncora da estabilização monetária, resolveram flexibilizar as políticas cambial e comercial. Para tanto, introduziu-se o sistema de bandas cambiais deslizantes¹³, e elevou-se o imposto de importação para vários produtos¹⁴. Paralelamente, as autoridades monetárias aumentaram significativamente a taxa de juros básica da economia, visando absorver capitais internacionais de curto prazo. A Tabela 6, abaixo, mostra a evolução da taxa de juros básica da economia brasileira, a partir do Plano Real.

Tabela 6 - Evolução da taxa de juros nominal básica, % a.a..

Período	% ¹
Set/1994	57,1
Dez/1994	56,4
Mar/1995	65,0
Jun/1995	60,8
Set/1995	48,1
Dez/1995	38,9
Mar/1996	30,2
Jun/1996	26,5
Set/1996	25,4
Dez/1996	25,4
Mar/1997	23,9
Jun/1997	23,6
Set/1997	23,6
Dez/1997	43,0
Mar/1998	38,0
Jun/1998	29,7
Set/1998	28,0
Dez/1998	42,2
Mar/1999	41,0
Jun/1999	23,5
Set/1999	19,5
Dez/1999	19,0
Mar/2000	17,5
Jun/2000	17,5
Set/2000	16,5
Dez/2000	15,75

Fonte: NAPE/CPGE/UFRGS.

(1) Entre julho/1994 e setembro/1996 e entre junho/1999 e dezembro/2000, a taxa básica é Over/Selic, ao passo que, entre dezembro/1996 e março/1999, a taxa básica é TBar.

precederam a ruptura do Plano Real, pois, em 1997 e 1998, o déficit acumulado do balanço de pagamentos em transações correntes foi de US\$ 64,5 bilhões, ao passo que o ingresso de capitais, registrado na conta movimento de capitais, foi de US\$ 46,6 bilhões, representando, portanto, 72,2% do financiamento do referido déficit.

¹³ A propósito, esse sistema seria abandonado definitivamente em janeiro de 1999.

¹⁴ Nunca é demais lembrar que no início do Plano Real a redução de tarifas foi utilizada como um instrumento para forçar a queda de preços dos setores oligopolizados da economia.

Como se pode observar na tabela acima, entre dezembro de 1994 e março de 1995, a taxa de juros básica da economia elevou-se de 56,4% a.a. para 65,0% a.a.¹⁵. O resultado da política de elevação da taxa de juros foi a recuperação das reservas internacionais, ao final de 1995, conforme mostra a tabela que segue, restabelecendo, assim, a “confiança” dos agentes econômicos no Plano Real.

Tabela 7 - Reservas cambiais em US\$ bilhões.

Período	Caixa ¹
Jan/1994	25,9
Jun/1994	40,1
Dez/1994	36,5
Jan/1995	35,9
Jun/1995	31,5
Dez/1995	50,4
Jan/1996	52,6
Jun/1996	58,6
Dez/1996	59,0
Jan/1997	57,8
Jun/1997	56,8
Dez/1997	51,3
Jan/1998	52,5
Jun/1998	70,1
Dez/1998	43,6
Jan/1999	35,2
Jun/1999	40,4
Dez/1999	35,5
Jan/2000	36,8
Jun/2000	27,6
Dez/2000	32,9

Fonte: Banco Central do Brasil.

(1) Conceito operacional, contemplando haveres disponíveis.

Se, a partir destas medidas econômicas, conseguiu-se evitar um ataque especulativo ao *real* e, por conseguinte, uma crise cambial, as medidas adotadas não conseguiram, todavia, evitar que a taxa de crescimento do PIB fosse arrefecida: no biênio 1995/1996, o PIB real cresceu, em média, 3,4% a.a., aquém, portanto, de sua taxa média de crescimento real observada no período 1994/1995, que foi de 5,0% a.a., conforme mostra a Tabela 2.

Além do arrefecimento do nível de atividade econômica, a elevação da taxa de juros ocasionou, por um lado, não somente um desequilíbrio do setor público, mas, principalmente, um crescimento da dívida pública, conforme se observa nas tabelas que seguem, e, por outro, o agravamento da situação financeira das firmas que haviam se endividado, gerando, como contrapartida, dificuldades para o sistema financeiro.

¹⁵ As crises do leste asiático e russa teriam impactos maiores sobre a taxa de juros, conforme mostra a Tabela 6: entre setembro e dezembro de 1997, a taxa de juros subiu de 23,6% a.a. para 43,0% a.a. e, entre setembro e dezembro de 1998, a taxa de juros elevou-se de 28,0% a.a. para 42,2% a.a..

Tabela 8 - Necessidade de financiamento do setor público em relação ao PIB.

Período	Nominal	Operacional	Primário	Despesas com Juros Reais
1995	7,4	5,1	(0,4)	5,4
1996	5,9	3,8	0,1	3,7
1997	6,1	4,3	1,0	3,3
1998	8,1	7,5	0,0	7,5
1999	9,5	3,2	(3,1)	2,1
2000	4,6	1,2	(3,5)	4,7

Fonte: NAPE/CPGE/UFRGS.

Nota: Os valores entre parênteses representam superávits.

Tabela 9 - Razão dívida líquida total do setor público/PIB.

Período	Razão
1990	36,7
1991	39,9
1992	38,2
1993	32,8
1994	28,5
1995	31,6
1996	33,3
1997	34,5
1998	42,4
1999	46,9
2000	49,5

Fonte: Banco Central do Brasil.

As Tabelas 8 e 9 mostram que, desde o início do Plano Real, o desequilíbrio do setor público, decorrente basicamente do componente financeiro, e o estoque da dívida pública seriam persistentemente crescentes. No que diz respeito à dívida pública, a razão dívida líquida total do setor público/PIB cresceu, entre 1994 e 2000, 73,6%.

Em relação às dificuldades do sistema financeiro, cabe ressaltar que sua fragilidade ficou evidenciada quando o Banco Central interveio, lançando o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER)¹⁶.

Nos anos subseqüentes, as dificuldades agravar-se-iam: os déficits comerciais e em transações correntes eram cada vez maiores, o endividamento público apresentava uma trajetória explosiva e o nível de atividade econômica vinha apresentando taxas de crescimento decrescentes. A confortável posição das reservas cambiais, contudo, fazia com que as autoridades monetárias pensassem que “o mundo ia mal, ao passo que a economia brasileira ia bem”.

¹⁶ Nunca é demais mencionar que a crise bancária do Plano Real iniciou-se com a vulnerabilidade microeconômica dos bancos Bamerindus, Econômico e Nacional. Para uma visão mais ampla da crise bancária do Plano Real, veja, entre outros, o artigo de Corazza (2000).

A crise do Leste Asiático, no segundo semestre de 1997, porém, não evitou um ataque especulativo ao *real*, expondo, assim, o grau de vulnerabilidade externa da economia brasileira. A consequência do ataque especulativo foi uma redução tanto do ingresso dos capitais de curto prazo quanto das reservas cambiais. Conforme mostra a Tabela 7, as reservas cambiais, entre junho e dezembro de 1997, declinaram cerca de 10,0%.

A reação imediata do Governo, mais uma vez, foi conservadora: a taxa de juros básica da economia, T_{Ban}, elevou-se de 24,5% a.a., em outubro, para 46,5% a.a., em novembro; além disso, o Governo implementou um pacote de contenção fiscal. Essas medidas adotadas pelo Governo para enfrentar a crise, mais uma vez, fizeram com que o grau de “confiança” dos agentes econômicos na política econômica fosse restabelecido.

É importante salientar que o restabelecimento dessa confiança deveu-se, em grande parte, à existência de um volume significativo de reservas cambiais para minar a resistência de um ataque especulativo.

No terceiro trimestre de 1998, porém, o *real* sofreria novo ataque especulativo, consequência tanto da inconsistência dos *economic fundamentals* da economia brasileira quanto da crise de contágio desencadeada pela crise da economia russa. Decidida a manter inalterada a política cambial, principalmente pelo fato de que 1998 era politicamente importante devido à eleição presidencial, a equipe econômica insistia no conservadorismo fiscal-monetário: por um lado, um novo pacote fiscal foi anunciado; por outro, o Banco Central elevou estratosféricamente a taxa de juros básica¹⁷. Dessa vez, contudo, ao contrário do que aconteceu após as crises do México e do Leste Asiático, a elevação da taxa de juros não foi suficiente para evitar a crise cambial e, mais do que isso, estimular o ingresso de capital estrangeiro, imprescindível para estabilizar as reservas cambiais. Dessa forma, as reservas cambiais reduziram-se drasticamente: conforme mostra a Tabela 7, entre junho e dezembro de 1998, as reservas cambiais foram reduzidas em cerca de 38,0%. A “solução” encontrada na época foi o acordo, em dezembro, com o Fundo Monetário Internacional (FMI) no qual a economia brasileira receberia um aporte de recursos emergenciais de cerca de US\$ 40,0 bilhões, comprometendo-se, em contrapartida, a cumprir algumas metas de austeridade monetária e fiscal em um contexto de liberalização cambial, financeira e comercial.

A despeito do “socorro” do FMI e diante da configuração da fragilidade financeira externa do País e da impossibilidade de reverter o grau de vulnerabilidade com medidas monetária e fiscal convencionais, não restou outra alternativa ao Governo a não ser desvalorizar o câmbio. Nesse sentido, em janeiro de 1999, o Governo, finalmente, mudou o rumo da política

¹⁷ Conforme mostra a Tabela 6, a taxa de juros básica elevou-se de 29,7% a.a., em junho de 1998, para 42,2% a.a., em dezembro do mesmo ano.

econômica: a “âncora” cambial, principal alicerce do Plano Real, se tornou uma “bóia flutuante”. Estava, portanto, decretado o óbito do Plano Real, a partir do afundamento de sua âncora cambial.

A mudança do câmbio, como era de se esperar, trouxe sérias inconveniências para a economia brasileira. Em primeiro lugar, a mudança de preços relativos fez com que, face ao *overshooting*, a taxa de câmbio saltasse de R\$ 1,20/US\$ 1,00, no início de janeiro, para cerca de R\$ 2,10/US\$ 1,00, em março. A consequência do choque cambial foi o crescimento da taxa de inflação: em 1998 o IGP-DI/FGV tinha sido de 1,7%, ao passo que em 1999 ele se elevou para 19,9%. Segundo, a mádesvalorização cambial forçou o Governo a abandonar o acordo com o FMI¹⁸.

A partir do novo cenário de mudanças na trajetória de curto prazo da economia brasileira, não faltaram, obviamente, analistas que prognosticaram cenários catastróficos para a *performance* econômica: inflação explosiva, recessão sem precedentes e descontrole da taxa de câmbio, entre outros. Em resumo, houve uma nítida ruptura de expectativas por parte dos agentes econômicos, mostrando, assim, que os mesmos não tinham tanta confiança na condução da política econômica de curto prazo do governo Fernando Henrique Cardoso.

Passado o período de turbulência pós-desvalorização cambial, a economia brasileira, surpreendentemente, mostraria sinais de estabilização e recuperação no segundo semestre de 1999, contrariando, assim, os prognósticos mais pessimistas. Nesse sentido, vários indicadores macroeconômicos ao final de 1999 e 2000 mostraram-se satisfatórios, diante das circunstâncias: o PIB apresentou uma taxa de crescimento positiva de 0,8%, em 1999, e de 4,2%, em 2000; a taxa de câmbio estabilizou-se abaixo dos R\$ 2,00/US\$ 1,00; o saldo negativo da balança comercial reduziu-se significativamente, bem como o desequilíbrio das transações correntes foi arrefecido; e as reservas cambiais, além de oscilaram muito pouco, passaram a ser mais consistentes, visto que o influxo de capitais tem sido essencialmente de risco. Como resultado desta surpreendente *performance* da economia brasileira pós-desvalorização cambial, Fernando Henrique Cardoso passou a chamar seus críticos de “neobobos”.

Pois bem, diante desse quadro de indicadores macroeconômicos de curto prazo auspiciosos, surge a seguinte questão: será que o esgotamento do Plano Real, caracterizado pela mudança do regime cambial, em janeiro de 1999, e o desempenho da economia brasileira, a partir do segundo semestre de 1999, abriram perspectivas para que a estabilidade monetária venha viabilizar, a médio e longo prazo, o crescimento econômico auto-sustentável, ao contrário do que estava ocorrendo, visto que a estabilização de preços vinha conduzindo a economia para uma situação de equilíbrio de

¹⁸ Obviamente, meses depois, o Governo iria renegociar um novo acordo com o FMI.

steady state com desemprego? Em outras palavras, o presente cenário é capaz de assegurar, conforme sustenta o Governo, baixas taxas anuais de inflação e uma taxa média de crescimento econômico para os próximos anos ao redor de 4,5% a.a.?

4 Como dinamizar o nível de atividade em um contexto de inconsistência macroeconômica?

Dois são os principais legados do Plano Real: por um lado, ele conseguiu debelar o processo inflacionário crônico da economia brasileira; por outro, a “armadilha do câmbio” do Plano Real fez com que a conjuntura econômica ficasse marcada por uma inconsistência macroeconômica de curto prazo, representada pelos desequilíbrios externo e interno.

Como foi visto na seção anterior, a sobrevalorização da taxa de câmbio, aliada à abertura comercial, fez com que a economia brasileira passasse a apresentar, ano após ano, recorrentes e crescentes desequilíbrios de balanço de pagamentos em transações correntes. Esses, por sua vez, foram financiados pelo ingresso de capital internacional, predominantemente volátil, atraído pela elevada taxa de juros doméstica. A contrapartida da elevação da taxa de juros foi o crescimento tanto do desequilíbrio do setor público quanto da dívida interna líquida, configurando, assim, uma situação de inconsistência macroeconômica de curto prazo.

Para o Governo, contudo, a referida inconsistência não chega a preocupar; ao contrário, as autoridades monetárias argumentam, entusiasticamente, que a recuperação e expansão da economia brasileira são irreversíveis¹⁹. O motivo desse entusiasmo deve-se à melhoria de alguns indicadores macroeconômicos selecionados, tais como a redução do déficit do balanço de pagamentos em transações correntes, o crescimento da atividade econômica no período pós-desvalorização do *real* e a elevação do superávit primário do setor público, entre outros, principalmente após a introdução, no segundo semestre de 1999, da política econômica de *inflation target*. Neste regime, como sabemos, o Banco Central opera a política monetária tão-somente para manter a inflação sob controle, ao passo que os níveis de produto e emprego passam a ser determinados pelo lado da oferta.

Diante da euforia governamental, surge a seguinte pergunta: Será que a economia brasileira realmente encontra-se em um novo ciclo de prosperidade e, portanto, a inconsistência macroeconômica é discurso de economista “neobobo”? A nosso juízo, é temerário concordarmos com a visão governamental. Vejamos os motivos que nos levam à discordância.

¹⁹ Tendo como referência a *performance* do PIB em 1999 e 2000, as autoridades monetárias apostam que a taxa média de crescimento real do PIB, no biênio 2001/2002, deverá ficar entre 4,5% e 5,0% a.a..

No que diz respeito ao desequilíbrio externo, apesar da substancial melhora no período recente, nossa economia está longe de superar o quadro de vulnerabilidade externa, visto que: (i) tendo-se como referência sua trajetória passada ao longo dos anos 1990, os saldos do balanço de pagamentos em transações correntes mais as amortizações do estoque da dívida externa representam um desequilíbrio externo anual de cerca de US\$ 50,0 bilhões, devendo, portanto, ser coberto por “poupança externa”²⁰; (ii) os mega-superávits comerciais esperados e previstos pelas autoridades monetárias, a partir da mudança cambial, estão longe de serem alcançados, seja porque os preços no mercado internacional das principais *commodities* exportadas pelo Brasil estão aviltados, seja pelo fato de que o preço de importação de nossas *commodities* se elevou consideravelmente no mercado internacional²¹; (iii) o grau de abertura comercial, ao longo dos anos 1990, fez com que a economia brasileira passasse a ser muito dependente de insumos importados e, portanto, qualquer expansão mais dinâmica da produção industrial pressiona as importações; (iv) o perfil do ingresso de capitais de investimento é nitidamente de setores *nontradables*, o que compromete, no futuro, a balança de serviços, quando da remessa de *royalties*, lucros e dividendos, entre outros; e (v) o arrefecimento e/ou recessão da economia norte-americana, a fragilidade do *euro*, a lenta recuperação da economia japonesa e a eterna crise da Argentina, comprometendo, assim, o Mercosul, são fatores adicionais que impedem a expansão das exportações.

Quanto ao desequilíbrio do setor público, apesar do torniquete fiscal e da voracidade tributária, responsáveis pelo recente e significativo superávit primário, a manutenção de taxas de juros reais elevadas inviabiliza o equilíbrio das contas públicas. Além do mais, como a política monetária ainda tem sido utilizada para atrair capital internacional de curto prazo, as dificuldades em busca do equilíbrio fiscal aumentam²².

Diante desse contexto, existem, sim, sérias restrições à retomada do crescimento econômico auto-sustentável.

²⁰ Nesse particular, é pouco provável que, em um mundo de incerteza econômica, o ingresso de capitais, tanto de risco quanto de portfólio, manter-se-á semelhante aos atuais níveis.

²¹ Em termos de exemplificação, o preço do barril de petróleo, que no início de 1999 se encontrava ao redor de US\$ 12,0, encontra-se atualmente em cerca de US\$ 28,0.

²² Nunca é demais salientar que, pela teoria da paridade da taxa de juros – isto é, o diferencial entre as taxas de juros interna e externa ocorre devido à expectativa de variação cambial e ao risco país – a queda da taxa básica de juros da economia brasileira está chegando ao seu limite, visto que (i) os juros internacionais – tanto do Banco Central Europeu quanto do FED – têm-se mantido estáveis, face à elevação da inflação na Europa e nos Estados Unidos, e (ii) o cupom cambial e o risco Brasil impedem quedas maiores.

Nesse particular, por mais que tenhamos ciência de que a complexidade do atual quadro da economia brasileira limita os raios de manobra da política econômica, entendemos que a recomendação de algumas medidas econômicas pode sinalizar crescimento e desenvolvimento econômicos compatíveis com a estabilização monetária²³. Para tanto, as atenções devem estar centradas em questões que possam reverter os constrangimentos macroeconômicos, externo e interno.

A reversão do desequilíbrio externo passa pelos seguintes pontos: (i) implementação de uma política tanto de incentivo fiscal quanto de financiamento às exportações - por exemplo, através da abertura das linhas de crédito do BNDES; (ii) administração da taxa de câmbio por parte do Banco Central, de forma tal que ela se mantenha relativamente estável em relação ao câmbio de equilíbrio; (iii) articulação de uma política industrial de maneira que a inserção da economia brasileira no cenário internacional ocorra de forma a absorver as revoluções tecnológica e estrutural em curso - imprescindíveis para tornar os produtos nacionais competitivos no mercado mundial - e a atrair a participação de capital estrangeiro em investimentos produtivos que possam gerar valor agregado para exportação - isto é, produtos *tradables*²⁴; e (iv) revisão da política comercial brasileira, no sentido da adoção de tarifas seletivas que privilegiem as importações de bens de capitais, preterindo as importações de bens de consumo.

Para que o desequilíbrio do setor público seja revertido, é imprescindível uma solução substantiva e não adjetiva. Nesse sentido, por mais que a racionalização dos gastos correntes do governo, o combate à sonegação fiscal e as reformas tributária²⁵, previdenciária e patrimonial²⁶, sejam questões relevantes, a questão fundamental diz respeito

²³ Ferrari F^o, entre outros, explora esta questão em artigo escrito em 1999.

²⁴ Em relação à política industrial, seria importante, também, a criação de mecanismos que permitissem a formalização do setor informal, através de incentivos à criação de micro, pequenas e médias empresas, voltadas tanto para o mercado doméstico quanto para o comércio internacional.

²⁵ Essa deve ser articulada de forma tal que se (i) tenha uma abrangência da incidência fiscal em consonância com a eficácia alocativa do sistema tributário sob a ótica distributiva e (ii) substitua os impostos e tributos indiretos por impostos diretos, tornando-os progressivos. Nesse particular, cabe ressaltar que o projeto de reforma tributária que transita no Congresso Nacional é uma referência interessante.

²⁶ Nesse particular, é importante deixar claro que, por mais que a reforma patrimonial seja um instrumento para se eliminarem as práticas assistencialistas e corporativistas que tão-somente criam disfunções econômico-sociais no Estado, a privatização, visando reduzir o estoque da dívida pública, não equaciona o déficit público, visto que a receita auferida pela venda do patrimônio público rende muito menos do que a União paga em termos de juros que incidem sobre o estoque de sua dívida. Além do mais, a experiência do processo de privatização da economia brasileira tem sido bastante peculiar: por um lado, está havendo uma transferência do monopólio público para o monopólio privado; por outro, o sistema financeiro oficial - BNDES, por exemplo - vem "financiando" para o setor privado o custo de aquisição das empresas públicas. Nesse sentido, a questão não é privatizar ou não, mas, sim, uma vez definido o que privatizar, como privatizar e o que fazer com a receita obtida pela privatização são as questões relevantes.

ao alongamento do perfil da dívida pública. Para tanto, torna-se necessário instituir uma tributação regressiva sobre as aplicações financeiras, de maneira que as aplicações de curto prazo passem a pagar mais impostos e, por conseguinte, tenham menos rentabilidade, ao passo que as aplicações de médio e longo prazo passem a pagar menos impostos e, portanto, tenham um maior prêmio em relação à preferência pela liquidez. O resultado dessa política tributária sobre ganhos de capital é, sem dúvida nenhuma, a redução de juros, visto que a preferência pela liquidez dos agentes altera-se substancialmente.

Estas são, a nosso juízo, as medidas que devem fazer parte de uma Agenda Nacional, visando à eleição presidencial no próximo ano. Em resumo, a sustentabilidade da estabilização econômica - entendida como sendo a estabilidade da moeda um meio e não um fim da política econômica - não pode prescindir dos elementos seguintes: (i) ação firme do Banco Central no mercado de divisas, permitindo, assim, que a taxa de câmbio não sofra nenhum contratempo ao longo de sua flexibilidade; (ii) alongamento do perfil da dívida pública, resultando na redução da taxa de juros, imprescindível para viabilizar a recuperação do nível de atividade produtiva e, por conseguinte, a retomada do crescimento econômico; (iii) operacionalização de uma política comercial seletiva; (iv) recuperação da capacidade de financiamento auto-sustentável do setor público; e (v) implementação de uma política industrial que vise, não somente a adequação da demanda efetiva à capacidade produtiva da economia, evitando, assim, que *bottlenecks* de demanda efetiva sejam reiteradamente observados, mas, também, a inserção de nossas firmas no comércio internacional. Concluindo, ao invés da política econômica estar centrada em um regime de *inflation target*, esta deve ter como meta um *economic growth*.

5 Referências Bibliográficas

- BANCO CENTRAL DO BRASIL. (2001). www.bcb.gov.br. 23 de fevereiro.
- CORAZZA, G. (2000). Crise e reestruturação bancária no Brasil. *Anais da XXVII ANPEC*. Campinas, Cd-rom.
- FERRARI F^o, F. (1999). Do obituário do Plano Real às condições de sustentabilidade da estabilização. *Indicadores Econômicos FEE*. Porto Alegre, vol.27, n^o1, junho, pp.84-89.
- FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. (2001). www.fgv.br. 23 de fevereiro.
- NAPE/CPGE/UFRGS. (1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999 e 2000). *Carta de Conjuntura*. Porto Alegre, vários números, mimeo.