

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO  
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E  
CONTABILIDADE  
BACHARELADO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Lucas Viana Peira

**Do câmbio fixo ao flutuante no Brasil pós Plano Real**

São Paulo

2021

Lucas Viana Peira

## **Do câmbio fixo ao flutuante no Brasil pós Plano Real**

Monografia de conclusão do curso de Ciências Econômicas da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP).

Área de concentração: História do Pensamento econômico

Orientador: Professor Fernando Monteiro Rugitsky

São Paulo

2021

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

## **AGRADECIMENTOS**

À minha mãe, Telma, meu pai, Adriano, minha irmã, Ana e todos os outros familiares que me deram amor e apoio incondicionais ao longo deste sonho que é a educação.

À Universidade de São Paulo, pelos anos inesquecíveis e experiências impagáveis. À FEA e seus professores, que de uma maneira ou de outra, me ensinaram o que é (e o que não é) ser um economista.

Ao pessoal do Cursinho FEAUSP, coordenadores e principalmente alunos, que me proporcionaram os meus maiores aprendizados, assim como as minhas maiores amizades. Não só da faculdade, mas da vida. Nunca serei capaz de devolver ao Cursinho tudo que ele fez por mim.

Ao povo da firma, que entendeu e respeitou a minha saída de lá para focar neste trabalho e ainda me aceitou de volta no final do ano.

À Bru e à So, por me ajudarem a suportar os piores momentos da graduação, com muita identificação, cumplicidade, lágrimas, risadas e comidas gordurosas. Eu não teria sobrevivido à universidade até aqui sem vocês.

E por fim, e mais especificamente referentes a este trabalho, mas não somente, ao meu orientador, Professor Fernando Rugitsky. Ele não deve saber, mas fez com que eu me interessasse por economia novamente com seu curso de macro I em 2018, após um 2017 complicado e cheio de DP's. A aceitação e o apoio a este trabalho me deram o caminho para escrever algo que não acreditava ser capaz.



## RESUMO

Esta monografia pretende analisar o debate econômico em torno da política cambial no Brasil, desde o início do Plano Real, até o período imediatamente após a sua flexibilização, em 1999, por meio de uma revisão da literatura do debate na academia e na mídia. O Brasil vinha de um quadro crônico de hiperinflação, que foi enfim resolvido pelo Plano Real. A ancoragem a uma moeda externa foi um ponto chave para a quebra da inércia inflacionária e para a estabilização. O câmbio fixo foi mantido. No entanto, era discutível se esta era a melhor estratégia no longo prazo, ou até mesmo se seria sustentável. Discussões que se provariam válidas. O estudo nos mostra que o debate se inicia sobre as questões da dolarização, soberania nacional e originalidade do Plano, assim como a questão da abertura comercial e insustentabilidade do regime, que dependeria de um cenário externo favorável. Com as crises na Argentina e no México, com reflexos no Brasil, o debate passa a focar na questão da sobrevalorização cambial. Com mais crises, na Ásia e na Rússia, as críticas se intensificam, enquanto o governo se mantém firme em sua posição até as eleições. Os economistas do governo se mostrariam como principais defensores do regime, mas que foram aos poucos perdendo sua convicção, enquanto os economistas da oposição e os demais ganhavam força em suas análises. O debate se provou uma verdadeira disputa política entre diferentes projetos, sendo a imagem pública do modelo e o seu desempenho na prática fatores decisivos para sua hegemonia.

**Classificação JEL:** F31, N16, O24.

**Palavras-chave:** Brasil. Câmbio. Política cambial. Plano Real.

## **ABSTRACT**

This monography intends to analyse the economic debate around the foreign exchange rate in Brazil, since the start of the Real Plan, until the period right after it's flexibilization, in 1999, by reviewing the literature of the debate on the academy and the media. Brazil was coming from a chronic hiperinflation case, that was finally resolved by the Real Plan. The anchoring to a foreign currency was a key point to break the inflation's inertia and to the stabilization. The fixed exchange rate was mantained. However, it was debatable if that was the best strategy in the long run, or ever if it would be sustainable. Discussions that would be proved valid. This study shows us that the debate begins with the issues aroud dollarization, national soverenty and originality of the Plan, as well as the issue with the comercial opening and the regime's unsustainability, wich depended on a favorable foreign scenario. With the crysis in Argentina and Mexico, that affected Brazil, the debate starts to focus on the overvaluation of the exchange rate. With more crysis, in Asia and Russia, the criticism intensifies, while the goverment holds his position until the elections. The goverment's economists would show as the main defenders of the regime, but they were gradually losing their conviction, while the oposition's economists and others were gaining strenght in their analysis. The debate proved to be a truly political dispute between different projects, as the model's public image and it's performance in practice were decisive factor to it's hegemony.

**JEL codes:** F31, N16, O24.

**Palavras-Keywods:** Brazil. Exchange Rate. Exchange rate policy. Real Plan.

## **Sumário**

<b>1 Introdução.....</b>	<b>9</b>
<b>2 O debate sobre a política cambial na implementação do Plano Real.....</b>	<b>14</b>
2.1 O surgimento da política cambial do Real .....	14
2.2 Os contrapontos ao Plano.....	17
2.3 As crises financeiras na América Latina .....	26
<b>3 Do debate da sobrevalorização cambial à desvalorização.....</b>	<b>35</b>
3.1 O quase consenso quanto à sobrevalorização .....	36
3.2 Gustavo Franco, o ferrenho, e quase solitário, defensor do regime cambial .....	41
3.3 As demais visões governistas e dos menos críticos .....	46
3.4 O atrito com Arida e o isolamento de Franco .....	51
<b>4 Conclusão .....</b>	<b>56</b>
<b>Referências Bibliográficas .....</b>	<b>61</b>



## 1 Introdução

A hiperinflação foi uma forte marca no Brasil dos anos 1980 e início dos 1990. O brasileiro já estava acostumado a uma economia fortemente indexada, e via seu poder de compra se exaurir dia a dia. Nesse período, o Governo Federal lançou diversos planos de estabilização da moeda que foram frustrados, fosse por inconsistências teóricas, por falta de vontade política ou governabilidade, por oportunismos políticos, ou por conjunturas desfavoráveis. A exceção foi o Plano Real, que se viu diante de um cenário muito favorável, e de uma oportunidade única para o encerramento do ciclo de hiperinflação (Bresser-Pereira, 1994 e Sayad, 1995), e que também teve seus méritos, como sintetizar muitos dos avanços no debate sobre a inflação brasileira que vieram antes dele, sobretudo quanto à questão da inflação inercial. O Plano é concebido no Brasil na mesma época em que diversos outros países emergentes com problemas de inflação também apresentavam programas de estabilização bem-sucedidos, muitos deles baseados na ancoragem cambial.

Talvez o aspecto mais original do Plano Real, a Unidade Real de Valor (URV) é a semente do assunto deste trabalho. Ela foi considerada “uma das ideias mais geniais e mais bem sucedidas de que se tem notícia em um plano de estabilização” (Bresser-Pereira, in Biderman, Cozac e Rego, 1996). A URV surgiu da chamada proposta Larida, que consistia no uso de duas moedas simultaneamente em uma economia: a que estava em processo inflacionário, e uma moeda indexada, estável (Lara-Resende, 1984). A URV, por sua vez, era como um índice, e tinha a intenção de se provar estável e confiável, e assim substituir a moeda anterior. Em especial, a URV se ancorava na taxa de câmbio, e isso origina o assunto que será discutido aqui. A moeda virtual é bem-sucedida, virando o Real, no dia primeiro de julho de 1994. O Brasil finalmente obtinha sucesso na estabilização, e a nova moeda manteve sua ancoragem na taxa de câmbio. Mas, menos de cinco anos depois, em janeiro de 1999, em meio a crises internas e externas, é anunciada a desvalorização e flexibilização do câmbio. Naquele mês, Gustavo Franco, talvez o principal defensor âncora cambial, declarou, em seu discurso de despedida da presidência do Banco Central: “Na verdade, é exatamente por isso [final

da âncora] que aqui está se encerrando a minha missão nesta casa. O governo segue o seu rumo, e eu o meu.” (Franco, 1999)

Este trabalho se interessa na compreensão do processo que levou um dos mais importantes planos econômicos a abandonar um de seus pilares, através da visão dos principais pensadores econômicos brasileiros da época que contribuíram para esse debate, na academia e na mídia. E, assim como o Plano Real só foi possível após diversas experiências, discussões e reflexões sobre planos anteriores, espera-se identificar qual foi a trajetória desses aspectos no pensamento econômico brasileiro ao longo do seu próprio período. Será analisada a evolução dos discursos de cada autor, a dinâmica entre eles e a importância de seus vínculos políticos em uma democracia que renascera há pouco tempo. Mais do que a análise das diversas teorias econômicas envolvidas, busca-se descrever e evidenciar a disputa entre elas por meio de seus autores, e de que maneira algumas ganharam e perderam força, sendo ignoradas, esquecidas e vetadas, ou exaltadas, aplicadas, criticadas, atacadas e abandonadas.

O debate na mídia se faz importante pois o Brasil saiu recentemente de uma ditadura, com uma população cada vez mais engajada na onda da redemocratização, e que vinha de uma série de desilusões com planos anteriores. Havia uma grande expectativa em relação ao Plano Real, como Bresser-Pereira (1994) apontou, e a população estava bastante interessada no debate econômico, e assim ele ganhava grande relevância política:

“Como as crises inflacionárias latino-americanas foram das mais graves da história monetária mundial, o valor social e político da estabilização cresceu extraordinariamente.” (Batista Jr., in Biderman, Cozac e Rego, 1996, p.362).

O Plano Real evidenciou esse aspecto, sendo decisivo para as vitórias de Fernando Henrique Cardoso nas eleições de 1994 e 1998. A mídia foi um importante canal de exposição e propagação desse debate. Inclusive, também por se tratar de um período de estudo relativamente curto, o maior dinamismo do setor midiático proporcionará opiniões mais contemporâneas e espontâneas aos fatos.

Nesse espírito, o trabalho fará uso extensivo de conversas e entrevistas publicadas na época. Em especial as dos livros “*Conversas com Economistas Brasileiros*”, de Biderman, Cozac e Rego (o original, de 1996) e Mantega e Rego (a continuação, de

1999), que contam com a participação de diversos nomes importantes da época, e abordam o cenário econômico brasileiro em seus respectivos anos de escrita. A importância e relevância desse tipo de trabalho é defendida, claramente, pelos autores dos livros, mas também por seus entrevistados, muitos deles sendo protagonistas do debate que será analisado: de autores do Plano Real, como Pêrsio Arida, André Lara-Resende, Edmar Bacha e Gustavo Franco; a opositores diretos do governo Fernando Henrique Cardoso, como Paulo Nogueira Batista Júnior e Aloízio Mercadante. Outras figuras importantes neste trabalho também defenderam a metodologia, como Bresser-Pereira, José Serra, Barros de Castro, João Sayad e Francisco Lopes. Ter a concordância daqueles que são alvos deste estudo quanto ao seu método é importante, mas talvez o principal argumento para o uso desse material venha de Mario Henrique Simonsen:

“se você quer saber como pensavam determinadas pessoas, a melhor maneira é perguntar a essas pessoas. É uma maneira mais objetiva do que ter que fazer interpretações... freqüentemente você faz grandes teorias sobre por que as pessoas foram levadas a tomar determinadas decisões e as teorias não têm ‘nada a ver com o peixe’. A vantagem da história oral é que ela limpa a história dessas interpretações”.  
(Simonsen in Biderman, Cozac e Rego, 1996, p.197-198)

Infelizmente este trabalho não pôde fazer perguntas diretas aos autores que se propõe a estudar, no entanto os livros citados fornecerão uma vasta lista de importantes nomes, com entrevistas de alto nível e contemporâneas ao debate, sem o viés do tempo e dos ocorridos posteriores sobre as respostas. Resta, evidentemente, um viés inevitável a qualquer fala, mas que é especialmente presente na daqueles que além do compromisso com a “verdade” ou a “ciência”, também estavam vinculados a partidos políticos, às eleições, ao próprio governo e à gestão econômica. Como Lopes in Mantega e Rego (1999) argumenta, a melhor política econômica é aquela em que se tem convicção. Portanto, não era de se esperar que um membro do governo expusesse publicamente suas críticas ao regime, pelo menos não de maneira contundente, apesar de isso ter sido feito. Simetricamente, críticas à política econômica também poderiam ser usadas como arma contra a sua performance, e conseqüentemente ao desempenho eleitoral daquele governo. Fato é que as decisões econômicas no período não eram pautadas apenas na teoria econômica, mas também no embate político, com envolvimento e uso da opinião pública, e a sua compreensão é necessária para o que se propõe aqui.

O trabalho também analisará as publicações acadêmicas da época sobre o assunto, que serão analisadas em conjunto às demais fontes, podendo-se atentar a divergências e convergências ao longo do tempo. Apesar de não serem o único foco do embate, elas terão grande importância na medida em que consolidavam e formalizavam as visões dos autores, contando com argumentos e evidências mais aprofundadas e elaboradas, e muitas vezes definindo o tom em que o debate prosseguiria, servindo de base para discursos posteriores.

A literatura sobre o assunto também pode ser dividida entre algumas fases, a fim de se compreender melhor a trajetória do debate ao longo do tempo. Cada uma dessas fases será abordada em diferentes seções deste trabalho, seguidos de uma conclusão, resumindo e comparando cada uma delas e avaliando os possíveis avanços no pensamento econômico proporcionados por essa experiência, assim como os principais fatores que influenciaram o debate.

Uma primeira fase é composta por textos sobre o próprio Plano Real no momento de sua concepção e aplicação, que abordem a questão da política cambial. Essa fase foca em textos dos anos 1993 a 1994. Há, então, uma literatura importante que é publicada durante e logo após as crises na América Latina, talvez o ponto de inflexão mais importante do período, em que o Plano já está aplicado e em curso, e já é possível distinguir as questões teóricas das práticas, e assim fazer uma análise inicial do regime em si. Essa fase se dá por volta de 1994 a 1996. Após a política sobreviver a essas crises, há então uma fase de grandes dificuldades na manutenção do câmbio fixo, que culmina na sua substituição. Essa fase se dá por volta de 1997 a 1998, tendo como marco inicial as crises financeiras do Leste Asiático. Após a flexibilização, em 1999, passaram a ser publicados dois tipos de textos sobre o assunto, alguns mais descritivos, outros mais reflexivos. Dentre eles, o foco deste trabalho será na reflexão dos pensadores sobre os acontecimentos. Porém os textos mais descritivos fornecerão um pano de fundo importante para a compreensão do processo.

Também vale atentar nesta introdução que o uso do conceito “câmbio fixo” não é tão simples neste contexto, pois ao longo do período aparecem diversas especificidades, acessórios e ajustes no regime cambial brasileiro, que também contou com um breve período de flutuação após a aplicação do Real (em que também se discute o quão livre foi). Na maior parte do período foram usadas bandas cambiais e

minidesvalorizações. Não é objeto deste trabalho detalhar cada uma dessas estratégias. Do contrário, é usada uma simplificação e definido um período em que o regime vigente será chamado de câmbio fixo, pois ele constantemente visava uma rigidez, uma certa paridade com o dólar e ser a âncora contra a inflação brasileira. A mudança relevante acontece em 1999, final do período em análise, onde a denominação de câmbio flutuante também não será totalmente precisa, mas satisfará as necessidades de exposição desta análise.

## 2 O debate sobre a política cambial na implementação do Plano Real

“Depois que deu certo, sempre aparecem as explicações dizendo que obviamente só poderia ter dado certo, que estava evidente desde a partida. A história ex-post parece sempre conformar-se ao determinismo.” (Arida in Biderman, Cozac e Rego, 1996, p.326).

### 2.1 O surgimento da política cambial do Real

Os cenários hiperinflacionários, em especial da América Latina e do Brasil, levaram a diversos debates sobre as suas causas e possíveis soluções. Nesse contexto, o conceito de inércia inflacionária ganha muita importância. Ele diz que uma das causas da inflação é ela própria, pois cada vez mais as pessoas passam a antecipá-la e então a prevenir-se com mecanismos que a reforcem, como indexações ou reajustes de salários e preços já prevendo a inflação até o próximo reajuste. Ou seja, não adiantaria solucionar todas as outras raízes da inflação, pois isso apenas a manteria no mesmo nível, ou seja: inerte. É como um barco acelerando na correnteza de um mar revolto: não basta desligar o motor para que o barco pare. Seria necessário parar a inflação em si, além de lidar com todos os outros fatores que a aceleravam. Para isso, foram propostas algumas espécies de âncoras para os preços. A ideia era fixar um preço chave (ou mais, ou todos) e este seguraria todos os outros. Isso, junto ao controle dos aceleradores da inflação, levaria à estabilidade dos preços.

Uma dessas âncoras, que é foco do debate aqui estudado, fixa a taxa de câmbio. Ela foi uma ferramenta fundamental na reação às pressões inflacionárias do início do Real e fazia parte de um aspecto estratégico do Plano: a Unidade Real de Valor (URV), que se tornaria a moeda brasileira. A origem da política cambial do período aqui estudado está na URV, e é na sua concepção que este trabalho se inicia.

A URV teve como inspiração a proposta chamada de “Larida”, de André Lara-Resende e Pêrsio Arida, que surgira em meio ao debate inercialista e às propostas de estabilização dos anos 1980, em especial o Plano Cruzado (1986). Esse debate, bem como as experiências com os diversos planos de estabilização da época, ainda que fracassados, foram essenciais para a construção do Real. O plano Larida consistia em criar uma nova moeda, que seguiria fixamente a um índice de preços domésticos e circularia simultaneamente à antiga, por um período delimitado (Arida e Lara-Resende,

1984). Assim, seria possível lidar com a memória inflacionária do cidadão brasileiro e acostumá-lo a uma possibilidade de economia sem reajustes constantes, antes mesmo do abandono da antiga moeda. No entanto, a proposta nunca chegou a ser aplicada, sendo preterida pelo congelamento geral de preços como mecanismo para frear a inércia inflacionária. A proposta era ironicamente vista como “mágica” no contexto do Cruzado (Arida, in Biderman, Cozac e Rego, 1996), plano que foi considerado muito promissor, sobretudo teoricamente, mas que enfrentou diversas frustrações em sua trajetória.

O fracasso do Cruzado e de outros planos que o sucederam, que também usaram congelamentos de preços, fez com que a proposta de uma moeda indexada fosse deixada de lado. Somente após os conturbados acontecimentos do governo Collor, no início dos anos 1990, que mudaram questões estruturais da economia e as expectativas dos brasileiros, é que a ideia voltou a ter uma janela de oportunidade. A maior abertura da economia e a esperança de que um plano de estabilização não se utilizaria necessariamente do congelamento de preços como âncora proporcionaram um cenário favorável a uma nova tentativa (Arida, 1992).

Assim, Fernando Henrique Cardoso (FHC) foi indicado para o Ministério da Fazenda em 1993. O sociólogo do Partido da Social Democracia Brasileira (PSDB) monta sua equipe econômica com, majoritariamente, acadêmicos da PUC-Rio, alguns inclusive remanescentes do Plano Cruzado. Notadamente, André Lara-Resende (ainda que somente de agosto a novembro daquele ano) e Pérsio Arida, pais do Larida. Eles tinham a prioridade urgente de resolver a persistente questão da inflação de uma vez por todas. O contexto político e econômico era visto como favorável para que um plano de estabilização finalmente desse certo. No entanto, a proximidade das eleições era vista como ameaça. Na visão do governo, a não resolução do crônico problema brasileiro levaria a uma vitória da oposição, e à perda de uma grande oportunidade. Lara-Resende e Arida, juntos a Edmar Lisboa Bacha, eram considerados os mentores intelectuais do Plano Real por FHC, e lideraram a confecção da URV (Biderman, Cozac e Rego, 1996).

A URV também seria uma moeda indexada e simultânea à anterior. No entanto, pretendia ser mais simples, e por isso apenas virtual, em vez de uma moeda que circularia de fato, e ainda assim manteria as vantagens do Larida na contenção da inércia. A URV também tinha uma importante relação com o câmbio, não podendo valer menos de um

dólar, em uma espécie de garantia do seu valor. Essa decisão pautaria a política cambial brasileira até 1999, objeto principal deste estudo.

“O Gustavo Franco também teve um papel importante. Ele é um cara muito político, foi quem sentou com os advogados para redigir o decreto” (Lopes in Mantega e Rego, 1999, p.350)

Gustavo Henrique de Barroso Franco também participou da confecção do Plano Real. Em Franco (1996) ofereceu um panorama mais detalhado sobre a teoria por trás do Plano, e como foi feita sua aplicação por meio da URV: para o economista, diferentemente do Brasil, um país com a economia mais aberta tendia à dolarização em um cenário hiperinflacionário, ou seja, a uma substituição da moeda local pelo dólar em suas três principais funções: realizar transações, medir valor e armazenar riqueza. Já em um país mais fechado, como era o Brasil, a tendência era à indexação a métricas domésticas (como unidades fiscais, salário mínimo, cestas básicas, etc.) como de fato ocorreu. Nesse caso, a indexação ao câmbio não faria sentido, e não era utilizada. Após mudanças estruturais no Brasil no início dos anos 90, surgiram propostas no sentido de dolarizar a economia, como por exemplo a adoção de uma *currency board* à Argentina, e elas tinham a simpatia de figuras importantes como Lara-Resende, mas não foram implementadas.

Franco (1996) então explica a estratégia adotada pelo Brasil: a criação de uma moeda virtual (a URV) no valor de 1 dólar em Cruzeiros Reais, moeda provisória do plano (em fevereiro de 1994,  $1\text{URV} = \text{US}\$1,00 = \text{Cr}\$647,50$ ). O valor nominal da URV seria reajustado diariamente de acordo com o melhor índice de inflação corrente possível. O Banco Central (BC) também era instruído a vender dólares toda vez que o preço de 1 dólar, em cruzeiros reais, atingisse 1URV. Esse sistema tinha duas implicações: 1) a URV mantinha o seu valor real constante, enquanto o cruzeiro real era corroído pela inflação, e 2) o aumento da oferta de dólares toda vez que o câmbio atingisse 1URV fazia com que o seu preço não ultrapassasse esse valor. Era como um teto para a taxa de câmbio. Para que isso fosse viabilizado, seria necessária uma abertura econômica mais agressiva.

Desse modo, Franco argumenta que na verdade foi o câmbio que seguiu a URV, que por sua vez se ajustava à inflação. Na prática, a URV assumiu um papel de índice centralizado, que devolveu à moeda brasileira a capacidade de medir valor, ainda que



esse índice fosse atrelado a outra moeda, o dólar. A URV então substituiria o Cruzeiro Real, adquirindo poder de transacionar e armazenar riqueza, tornando-se o Real. Franco apontava a mudança de moeda como o estágio mais complexo e delicado do processo de estabilização.

Enfim, no dia primeiro de julho de 1994, a URV se materializa no Real, que substitui o cruzeiro real, na proporção  $R\$1,00 = 1URV = CR\$2750,00$ . Já no primeiro dia há uma corrida por reajustes nos preços. O real iniciava seu teste definitivo na economia brasileira. Desta vez sem congelamento de preços, ou até mesmo desconfiança de um, característica marcante dos planos de estabilização anteriores. A âncora, agora, era outra.

Com a primeira leva do Real, uma nova política cambial se iniciou. Primeiramente, uma flutuação livre que levou a uma apreciação nominal da nova moeda (há controvérsias, que serão abordadas mais à frente, sobre essa valorização ter sido resultado da flutuação). Nas semanas seguintes, o Real valorizou, alcançando, em seu ponto mais alto, 83 centavos por dólar. Depois disso, uma banda foi gradualmente posta como meta, com alguns mecanismos para controle da volatilidade (Franco, 1996).

A estabilização levou o Brasil de taxas de inflação acima dos 50% mensais para taxas menores do que 20% ao ano, em um tempo muito curto (Franco, 1996).

## 2.2 Os contrapontos ao Plano

“Todos os jornais eram contra as ‘mágicas’, diziam que o Fundo Social de Emergência não era suficiente para assegurar o equilíbrio fiscal, que a URV iria gerar uma hiperinflação porque a economia iria patinar em gelo fino, que as restrições ao crédito não funcionariam, que sem um congelamento de preços a inflação iria explodir, que a dívida interna era uma obstáculo intransponível, que a taxa de juros não teria eficácia para controlar a demanda, que o Real era uma mágica eleitoreira, etc.” (Arida in Biderman, Cozac e Rego, 1996, p.326).

Arida viu uma posição muito crítica na mídia ao Plano Real na sua fase de formulação. Muitas ideias, principalmente as mais heterodoxas, teriam sido vistas com receio, assim como em outros planos de estabilização. A URV herdara do Larida a desconfiança das críticas mais ortodoxas. Uma preocupação era de que a abordagem mais inercialista do problema deixasse de lado, por exemplo, a questão fiscal, um dos

pontos centrais para a teoria de inflação tradicional. Havia desconfiança, na verdade, se qualquer governo prezaria por isso, ainda mais em um ano de eleição. Além disso, os casos de moedas simultâneas historicamente provocaram explosões inflacionárias, como na Hungria (1946) e Alemanha (1923) (Franco, 1996). Apesar da URV não ter competência de meio de pagamento, apenas de medida de valor, a similaridade da proposta ainda assustava a quem não percebera esse detalhe.

“Temia-se, ao contrário, que a URV pudesse ter o defeito que havia sido apontado antes na proposta da moeda indexada: que poderia haver um efeito de contaminação da moeda velha na moeda nova, fazendo com que a inflação literalmente explodisse na moeda velha. Isso não ocorreu e foi uma grata surpresa. Ninguém podia ter certeza de que a coisa ia evoluir desse jeito. Foi uma opção de risco que deu certo, felizmente.” (Lopes in Mantega e Rego, p.351)

No entanto, como Bresser-Pereira (1994) apontou, o Plano não só era promissor teoricamente, como também gozava de um contexto político favorável. O ajuste fiscal, prezado pela ortodoxia, era essencial para o sucesso do Real, e o sucesso do Real era essencial para a eleição de FHC. Tanto o candidato quanto a equipe econômica sabiam disso. Apesar do ambiente de desconfiança em parte da mídia, também havia grande esperança, inclusive na população, capaz de suportar uma política mais austera, se isso resultasse na estabilidade dos preços. Com a evolução da URV, e a prova de que ela não gerou uma hiperinflação na moeda anterior, o clima de receio passou a ser de euforia. As críticas mais fortes passam a focar, então, na política cambial.

“Na verdade, o pensamento econômico de esquerda está sem propostas para várias questões, particularmente para o combate à inflação. É algo que se revelou fatal em termos políticos nos últimos anos na América Latina. Como as crises inflacionárias latino-americanas foram das mais graves da história monetária mundial, o valor social e político da estabilização cresceu extraordinariamente. Isso não estava presente nas velhas controvérsias entre estruturalistas e monetaristas nos anos 50. E o pensamento de esquerda não evoluiu para reconhecer a importância da estabilização monetária, seu valor social e político; e aí foi perdendo espaço no México, na Argentina, no Brasil. Reconheço que é difícil formular alternativas, mas temos que ter, senão nossa crítica tem pouco impacto social.” (Batista Jr., in Biderman, Cozac e Rego, 1996, p.362).

Paulo Nogueira Batista Júnior fez parte da campanha de Luiz Inácio Lula da Silva para presidente, pelo Partido dos Trabalhadores (PT) em 1994, fazendo uma oposição frontal a FHC. O economista frisava a importância da oposição participar do debate da nova moeda brasileira. Em resposta, o autor escreve artigos propondo alternativas, para as quais afirma não ter encontrado nenhuma receptividade ou interlocutores. Com isso, critica a “decadência da capacidade de pensar e formular dos economistas brasileiros” (Batista Jr., in Biderman, Cozac e Rego, 1996).

As críticas de Batista Jr. ao Plano Real foram, em especial, quanto à política cambial proposta. Em seus artigos de 1993 (Batista Jr, 1993a, 1993b, 1993c, 1993d), fez propostas alternativas para a URV, não em relação à sua natureza indexada, mas ao que se pretendia indexar. O autor, assim como outros, enxergava diversos problemas e um receio quanto à “dolarização” da economia brasileira, e preferia alternativas com lastro nacional. Em Batista Jr. (1993a), por exemplo, sugere uma estabilização com âncora interna, inspirando-se em experiências históricas. Mas essa proposta encontrou problemas inclusive dentro do PT, como descreve Aloizio Mercadante Oliva, outro economista do partido:

“[...] o Paulo Nogueira Batista tinha uma outra proposta de estabilização. Ele defendia uma proposta parecida com o *rentenmark* alemão de 1923. Privatiza o Banco Central para dar credibilidade a uma moeda lastreada numa cesta de ações. Ações na bolsa de valores, etc. Essa cesta de ações, que seriam ações de empresas estatais e empresas de ações privadas, ia dar o lastro para a moeda, uma âncora patrimonial de ações. Ele queria entregar a gestão da política monetária para o setor privado. E essa cesta de ações é que iria definir a base monetária. Eu imagino qual seria a contração da base monetária do Brasil com essa crise em bolsas de valores internacionais. Seria uma catástrofe lastrear a moeda num ativo tão volátil. O [Affonso Celso] Pastore fez essa crítica logo que a proposta veio a público.

[...]

A crítica que nós fazíamos é que não tinha consistência técnica e que politicamente era insustentável, porque como você iria comprometer ações dos empresários para lastrear? Nós vamos confiscar ações? Ainda mais no Governo Lula! Era inconstitucional. Juridicamente não passava pelo Supremo, não passava no Congresso. Dificilmente teríamos a maioria para votar numa coisa como essa.

[...]

Estávamos discutindo propostas de estabilização, inclusive essa. Eu, Conceição [Tavares], o Guido [Mantega], o Jorge Matoso, o José Márcio Camargo, todo o pessoal do Rio, éramos radicalmente contra essa proposta do Paulo Nogueira [...]. No meio dessa discussão, saiu

uma manchete no *Jornal da Tarde* que dizia o seguinte: “PT defende confisco de ações”. Aí sai a matéria e uma crítica técnica do Pastore. O Lula me liga e diz: “o que é isso que vocês estão fazendo aí? Eu nem assinei essa proposta, está na primeira página dos jornais, sem meu conhecimento?”. Eu disse que era apenas uma das propostas em discussão e que a maioria dos economistas discordava dela. Ele me encarregou de esclarecer para a imprensa. Então, chamei o Paulo Nogueira Batista. Falei: “Paulo, saiu esse negócio no jornal, nós vamos ter que desautorizar a proposta, porque não teve discussão com a direção do partido e os economistas discordam dela. Mas, como eu acho que seria muito deselegante fazer isso sem a sua presença, eu queria que você fizesse uma coletiva comigo para esclarecer [...] Mas isso criou um constrangimento muito grande dentro da equipe, com ele. Ficou uma coisa muito delicada, muito desgastante. Essa foi a verdadeira divergência.” (Mercadante in Mantega e Rego, 1999, p.375-376)

O debate das ideias de Batista Jr. dentro do PT não chegaram a maturar em uma proposta do partido como um todo. Na verdade, foram razão de grande polêmica e desgaste com o propositor. O partido chegou às eleições de 1994 sem uma alternativa formal ao Real, mas ainda em oposição a ele:

“Do ponto de vista eleitoral, o que é que as pesquisas mostravam em 1994? O Real é um êxito! Então tínhamos duas alternativas: aderir ao Real, numa atitude oportunista eleitoreira. A minha dúvida é a seguinte: se nós tivéssemos feito isso, o Lula seria eleito? Eu acho que não! Se o Real era bom e o povo gostava do Real, o povo ia ficar com quem fez. Ia ficar com o original e não com o “xerox”. Para que o Lula? Fica com o Fernando Henrique! Já está aí! Por que vamos correr o risco de colocar outro presidente? Eleitoralmente duvidosa, essa tese. E politicamente ia ser um desastre, a gente estar rasgando o nosso programa, a nossa história, o nosso valor, a nossa visão de mundo, por uma jogada eleitoreira e oportunista.

[...]

O que tentamos fazer, e que não deu certo, era mostrar que nós defendíamos uma moeda estável, que quem não tinha feito a estabilidade eram eles, porque o Fernando Henrique tinha sido eleito em cima do cruzado, no estelionato eleitoral do passado e estava fazendo um novo programa às vésperas das eleições para ganhar votos [...] tentamos trabalhar a ideia de “moeda forte, salário fraco”, que é uma ideia que não teve nenhum impacto eleitoral, porque no início do real o poder aquisitivo aumentou. Agora está caindo. Então não fomos felizes na palavra de ordem.” (Mercadante in Mantega e Rego, 1999, p.375)

As eleições de 1994 resultaram na vitória de FHC ainda no primeiro turno, uma entre as duas únicas desde a redemocratização até hoje (2021), com 55% dos votos.

Ainda assim Lula ficou com expressivos 40%. Nenhum outro candidato chegou a ao menos três pontos percentuais. As principais figuras da situação e da oposição eram claras, e a da oposição chegara às eleições sem uma alternativa concreta ao plano de estabilização. O governo havia resolvido o crônico problema da inflação. Mesmo assim, Lula recebeu uma votação massiva, mantendo a pressão de um importante adversário político sobre FHC até as eleições de 1998.

Batista Jr. sugere que não houve demais propostas contrárias, à esquerda, ao Plano Real e que, mesmo se houvesse, elas poderiam ter sido polemizadas ou ignoradas como as dele, evitando um debate com a equipe econômica. Lara-Resende, quando perguntado (em 1996) sobre a visão de Batista Jr., respondeu: “Dizer que o lastro em moeda estrangeira para a moeda nacional fere a soberania nacional é uma bobagem a toda prova” e completou: “Acho que Paulo Batista adorou a proposta da moeda lastreada. Gostou tanto que fez uma versão aceitável dentro do PT” (Lara-Resende, in Biderman, Cozac e Rego, 1996).

Esta resposta, apesar de não ser formal, corrobora a versão de Batista Jr. sobre o debate da época. Projetos alternativos não foram considerados por aqueles encarregados de construir o próximo plano de estabilização. Lara-Resende inclusive desconhecia a posição do PT sobre a proposta. Isso indica que o Plano Real e as políticas econômicas brasileiras subsequentes, inclusive a cambial, não foram fruto de um debate acadêmico amplo, mas sim entre aqueles que faziam parte da equipe econômica escolhida por FHC, ainda que estes tenham participado dos debates inflacionários de outras épocas. O real e suas políticas econômicas subsequentes foram resultado de um contexto histórico e sobretudo político, que escolheu um lado do debate para cunhar a nova moeda.

Não era apenas Batista Jr. que enxergava na nova política uma dolarização. Fiori (1994) considera o Plano como apenas uma consequência do Consenso de Washington, numa onda de dolarização na América Latina. Afirmativa que faz alusão a Tavares e Fiori (1993), e que dialoga com a visão de diversos economistas da época. Para Fiori, foi por conta do insucesso das políticas monetaristas dos anos 1980 que surgiu o chamado “fator credibilidade” e teve como consequência a heterodoxa “re-regulação” do câmbio, a mencionada “dolarização”. Além disso, a falta de propostas e de organização das oposições nos países periféricos nos anos 1990 teriam contribuído para

que a política mais alinhada ao Consenso fosse adotada. No Brasil, a polêmica com a proposta de Batista Jr. evidencia este aspecto.

Mesmo assim, é possível apontar que o prazo até as eleições era muito curto e oportuno para um plano que finalmente funcionasse, e que portanto não havia tempo para uma discussão mais ampla. Bresser-Pereira (1994) demonstrava grande otimismo com o Plano Real, ressaltando o cenário interno e externo favorável às propostas. No artigo “A candidatura e o Plano FHC [nome anterior ao Plano Real]” salienta a importância do aspecto político no Plano: a candidatura de Fernando Henrique Cardoso seria essencial para que houvesse apelo político, e assim aumentar as chances de um ajuste fiscal necessário acontecer. Nesse momento o autor só atentou para questões que pudessem fazer a aplicação do plano falhar. Com um certo senso de urgência, não focou em críticas a nenhum aspecto do Plano em si, diferentemente de Batista Júnior. No entanto, fica evidente o aspecto político da gestão econômica. A vinculação do Real à candidatura FHC faz crer que não foi apenas questão de urgência e oportunidade que evitou um debate mais amplo. Francisco Lopes também afirmou que o plano real foi apressado pelas eleições, mas que fora a decisão correta, já que havia risco de não se completar o processo (Lopes in Mantega e Rego, 1999).

Já Fiori (1994) via o contexto com outros olhos. O autor argumenta que para o sucesso das políticas chamadas de neoliberais seria necessário um governo apto a aplicar seus aspectos mais impopulares, que eram suas fases iniciais. Para isso, era importante que se acreditasse na promessa de estabilidade e crescimento após ajustes fiscais austeros e aberturas econômicas agressivas. Assim como a crença de que seus efeitos negativos eram necessários e apenas transitórios. Ou pelo menos que não se visse alternativa. Situações catastróficas, como de hiperinflação, eram vistas como grande oportunidade pelos neoliberais. Fiori afirma que o Plano Real tem uma “originalidade operacional”, mas que pertence a essa mesma família de planos de estabilização. A dolarização seria inócua sem esse contexto de poder para mantê-la e realizar as outras reformas neoliberais. Nesse sentido, Fiori vê que FHC surge no governo em função Plano Real e demais reformas, e não o contrário. O Real surgiria portanto de fora para dentro, num contexto de globalização conduzida politicamente, protagonizada por agentes estrangeiros, e não por meio de uma gestão econômica puramente técnica, muito menos nacional. Fiori vê estabelecer-se no Brasil uma ideia de que o próximo governo está

fadado a seguir um plano como o Real, ou arcar com as consequências: hiperinflação, juros altos, desequilíbrio fiscal, etc. e isto se revelaria como uma face autoritária e chantagista. O autor conclui alertando que, mesmo depois da moeda nova “chegar a Brasília protegida pelos tanques do exército”, ela seguirá como uma moeda virtual ancorada numa paridade cambial, “atrelada a um futuro político impossível de ser assegurado de antemão”, um alerta que se provaria importante. Ou seja, o “momento oportuno” não foi apenas para um plano de estabilização, mas para todo um projeto político.

Sayad (1995) também fala sobre as circunstâncias favoráveis ao funcionamento do Plano, no entanto, atenta que ele precisava delas para além da sua aplicação, tornando-o instável no longo prazo, caso não houvesse ajustes. Para ele, a fixação do câmbio só foi possível graças à solução da crise da dívida externa, da reversão da política de juros altos americanos, da securitização dos empréstimos da dívida externa e de uma impressionante expansão da liquidez internacional. Assim, a utilização da taxa de câmbio fixa não poderia ser analisada como solução definitiva e estável, pois estaria sujeita às instabilidades do mercado financeiro internacional. Apesar disso, a indica como a única solução para o Brasil naquele momento. O autor ainda alerta que o grande ingresso de capital financeiro não garantiria estabilidade no longo prazo. As crises nos mercados financeiros latino (1994) e depois asiático (1997) confirmaram esse diagnóstico.

A preocupação de João Sayad quanto à dependência por capitais externos dialoga com a de Antonio Barros de Castro, que escrevia para a Folha de S. Paulo na época, e publicou diversos artigos críticos à política cambial do Real, indicando, inclusive, que ela levava a distorções na tomada de decisão dos agentes econômicos. Em Castro (1994a), publicado em abril, antes mesmo da troca da moeda, alertava que planos de estabilização na América Latina levaram a grandes aumentos de demanda, alimentados pela euforia da população com o retorno do seu poder de compra e pelo renascimento do crédito. Esse aumento de demanda não era suprido pela capacidade instalada interna, e recorria-se às importações, sobrevalorizando o câmbio, mesmo que fosse previsto constante por um determinado plano. A balança comercial se desestabilizava, sendo compensada pelo ingresso de capitais estrangeiros, atraídos pelos juros altos, dando início a um novo ciclo de endividamento. Tudo isso levaria a uma redução no poder de

compra do salário médio. Uma nova alta de juros, a fim de segurar o câmbio, alimentaria o ciclo vicioso de aumento nos custos dos produtores internos e entrada de capital externo. Castro propôs que fossem adotados freios ao ingresso de capitais do exterior e ao crédito para o consumo, preservando o de investimento.

Em Castro (1994b), de setembro daquele mesmo ano, já após o Real entrar em vigor, enxerga seu diagnóstico se confirmar:

“difícilmente os gestores do atual plano de estabilização deixariam de apelar para o aumento da demanda das importações, para responder à ampliação da demanda interna e deter a valorização da moeda local. Afinal, estamos diante de um plano pouco equipado no que toca ao controle da demanda, e hiperdotado quanto à capacidade de promover a ampliação das importações.” (Castro, 1994b)

Além da preocupação com mudanças no cenário favorável, a política cambial passou também a ser criticada de maneira intrínseca.

“Too much consultation may lead to too little reform” (Franco, 1996, p. 14)

A frase de Gustavo Franco corrobora com a ideia de que a falta de um debate amplo no Plano Real não foi apenas por falta de tempo. O coautor foi um dos principais defensores da política cambial ancorada, a defendeu até seu fim, alegando inclusive ser esse fim o motivo da sua saída da presidência do Banco Central em 1999. Apesar de tamanha comoção, em Franco (1996) argumentou que o regime cambial não era a base do Plano. Para ele, a maior importância estava na abertura econômica, possibilitando que o câmbio fosse uma âncora efetiva, uma vez que as moedas estrangeiras passaram a ser variáveis mais importantes na economia brasileira. Sugere, portanto, que as mudanças foram estruturais. Franco afirma que o Real trazia ao Brasil, finalmente, a globalização, uma avaliação inversa à de Fiori, que via a globalização trazer o Plano ao Brasil. Simetricamente, Franco também argumenta que a rota foi oposta à da dolarização, já que a URV fora indexada a um índice de preços interno, e o câmbio ajustado de acordo. O efeito da competição internacional e a redução do protecionismo seriam mais importantes para o autor, já que diminuiriam o poder da indústria local de determinar os preços. Ele aponta ainda que o aumento na produtividade brasileira justificava a paridade



cambial, uma vez que fora maior do que na economia americana. A desregulação e a abertura do comércio internacional haveriam dado espaço para que as forças de mercado agissem e consertassem as distorções na economia brasileira. Franco inclusive estava animado para estender a proposta ao mercado de trabalho. “[...] what is ultimately happening is a major structural change towards an outward oriented development model” (Franco, 1996, p.16). Essa avaliação pode parecer contraditória com sua reação enfática à desregulação e abertura do mercado cambial, e será melhor estudada ao final deste trabalho.

No livro “Conversas com Economistas Brasileiros”, de Biderman, Cozac e Rego (1996), é possível encontrar diversos depoimentos de importantes economistas sobre os primeiros anos do Plano Real, e vale citar alguns deles para sentir a temperatura do debate na época. Celso Furtado disse que Fiori exagerara na sua visão de que o Plano Real é apenas um desdobramento do Consenso de Washington. Furtado porém destaca que “hoje em dia [outubro, 1995] temos uma taxa de juros de fantasia, elevadíssima, a mais elevada do mundo. [...] E só tem uma explicação para essas taxas de juros: é medo, insegurança; insegurança sobre o que pode vir de fora”. As crises latinas serão importantes para um melhor entendimento dessa afirmação. Antônio Delfim Netto considerou que a ideia de uma moeda indexada foi utilizada com “maestria”, no entanto, aponta um erro na política cambial como origem do custo social do Plano, que seria a falta de ferramentas para o crescimento, já que os recursos públicos e a taxa de juros estariam a serviço dessa política. Bresser-Pereira ressaltou o sucesso inicial do plano, destacando o papel da âncora cambial. Mário Henrique Simonsen considerou a indexação à moeda estadunidense como um fator menos importante, visão alinhada à de Franco. Affonso Pastore apontou que o Plano Real obteve sucesso, mas que a gestão da política econômica deveria voltar a ser a clássica, de manejo, e não estabilização. Nesse sentido, a fixação de um preço talvez não fosse mais necessária. Com a manutenção dos juros altos, sobrevalorização do câmbio e esgotamento dos ativos via privatização, o passivo aumentaria e poderia trazer de volta a inflação inercial. Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo também apontou a valorização cambial como um erro. Já Maria da Conceição Tavares foi crítica com relação aos planos de estabilização aplicados no Brasil: “Não existe proposta para a estabilização em abstrato. Você não pode ter uma proposta para a estabilização sem um horizonte a longo prazo [...] para dar aos

empresários um caminho para aplicar o capital [...] numa inserção internacional, em que você está totalmente vulnerável na balança de pagamentos, não estabiliza”, visão mais alinhada a de Barros de Castro e também de João Sayad.

É possível perceber no debate daquele momento um consenso quanto à originalidade e efetividade da moeda virtual como ferramenta de transição monetária. Porém, a política econômica do plano era motivo de discussões. Primeiro, quanto à sua originalidade: diversos autores da oposição apontam-na como apenas mais uma derivação do Consenso de Washington, enquanto a equipe econômica parece manter um pouco do orgulho da engenhosidade da URV também sobre esse aspecto. A questão econômica mais polêmica da época ficou por conta da política cambial, e do próprio nível do câmbio. Alguns dos autores mais críticos demonstravam preocupação até mesmo com questões de soberania nacional ao se atrelar a moeda ao dólar. Outros enxergavam nela um rumo insustentável já no médio prazo, ainda que alguns o reconhecessem como o melhor, ou único jeito de estabilizar a inflação da época. De todo modo, fora do grupo dos economistas que se mantiveram no governo, a preocupação era geral quanto à fixação (ou minidesvalorizações) do câmbio, ainda mais em um nível considerado muito valorizado. Ela poderia ficar muito cara muito rápido, e deixaria o país muito vulnerável a crises financeiras internacionais. Já os gestores do Plano não enxergavam perigo na questão, se apoiando na abertura econômica e crescimentos produtivos do Brasil para a sustentação da política cambial, que por sua vez era o principal mecanismo de manutenção da inflação em um patamar baixo. Como se tratavam de mudanças estruturais, o Brasil supostamente lidaria até melhor com circunstâncias menos favoráveis, visão contrária a de Barros de Castro e Sayad, que enxergavam nessas mudanças estruturais uma série de problemas para a economia interna. As crises latinas vieram a colocar rapidamente todas essas visões à prova, e elas serão tratadas em seguida.

O resultado da abertura e da nova política cambial foi expressivo, com grandes aumentos nas importações, assim como no déficit da balança comercial estimado em 3% do Produto Interno Bruto (PIB), nível similar ao de outros países emergentes da época, levantando preocupações com a sua estabilidade e sustentabilidade (Franco, 1996).

### *2.3 As crises financeiras na América Latina*

“Supomos que o mundo e a economia capitalista, em particular, são dominados pela ordem. Não há guerras – são exceção: a primeira e a segunda guerra mundiais, a guerra do Vietnã, a do Golfo Pérsico, a da Iugoslávia, a revolução cultural da China, a queda do muro de Berlim, o desmantelamento da União Soviética, a histórica instabilidade política de todos os países da América Latina, com revoluções e golpes de Estado, tudo considerado excepcional, um caso especial.” (Sayad in Lara-Resende et. al., 1995, p.146)

Os maiores desafios do Plano Real parecem ter vindo do exterior, e rápido. Já ao final do primeiro ano da moeda, estouram crises financeiras nos vizinhos latinos Argentina e México. Internamente, assim que a nova moeda entra em circulação, há um movimento de aumento de preços, natural no Brasil após uma série de planos de estabilização baseados em congelamentos de preço. No entanto, esse movimento não foi tão forte como das outras vezes. Como Arida (1992) havia salientado, o contexto era diferente pós governo Collor, e essa pressão inflacionária foi contida apenas com pequenos ajustes no câmbio nominal, via aumento na taxa de juros.

A abertura da economia para a concorrência externa e a crença geral de que o Plano não se utilizaria de congelamentos contribuíram para manter a inflação em controle. Esse último fator faz parte do debate inflacionário: qual o papel da credibilidade no combate à inflação? Autores dão diferentes pesos (e propósitos) a esse aspecto. A do Plano Real é posta à prova, frente às crises mexicana e argentina. Além das consequências comuns a qualquer crise internacional, como alterações nos mercados de importação, exportação e crédito, o caráter da crise também colocava um receio quanto ao modelo brasileiro. México e Argentina, além das semelhanças sociais, históricas e geográficas com o Brasil, vinham de um contexto econômico parecido: economias que viviam crises crônicas, de hiperinflação, e que apresentaram planos de estabilização bem sucedidos (até aquele momento), planos que seguiam em alguma medida o modelo atribuído ao Consenso de Washington, com algumas idiossincrasias. Notadamente, planos que se utilizavam de alguma forma de câmbio fixo. O Plano Real não era muito diferente, sobretudo em relação à dinâmica econômica com o exterior, sendo mais favorável à abertura e a uma paridade cambial, e também recorria a privatizações e a políticas fiscais austeras. A *currency board* adotada na Argentina, por

exemplo, era uma das ideias defendidas por Lara-Resende, enquanto o Real seguiu pelo caminho da URV, que também possuía suas semelhanças a uma moeda lastreada.

“As percepções sobre a evolução do contexto internacional sempre condicionam, em certa medida, o debate sobre as opções de um país. Uma avaliação objetiva, não-mitificada, do quadro mundial constitui uma das precondições para a definição apropriada das políticas nacionais.” (Batista Jr., 1998)

Um dos críticos do Consenso de Washington e da política que chamou de “*confidence building*” (em seu texto fez questão de enfatizar o uso do termo em inglês e, ainda, usá-lo sem aspas) foi Bresser-Pereira in Lara-Resende et. al. (1995). Para o autor, o México havia mergulhado de cabeça nessa estratégia, que colocava os interesses internacionais acima dos nacionais. Em nome de ganhar a confiança internacional, o México renegociara sua dívida em termos mais favoráveis aos credores, na esperança de que isso permitisse reduzir seus juros, já que passaria uma imagem de menor risco para investidores. Atitude parecida com a brasileira ao ingressar na Organização Mundial do Comércio (OMC), onde abriu mão de mecanismos que ficavam a disposição de países em desenvolvimento (Mercadante in Mantega e Rego, 1999). O México havia estabilizado sua inflação por meio de um congelamento de preços, e lidava com a inflação residual por meio da fixação da sua taxa de câmbio. O país precisava portanto de financiamento externo, e reduzir esse custo seria essencial. No entanto isso não ocorre, e o capital que entra no México continua sendo majoritariamente especulativo, atraído pelos altos juros. Esse capital ficava a serviço da dívida do governo mexicano, em sua maior parte. A inflação do país estava controlada, no entanto havia uma recessão. Para Bresser-Pereira, os produtores internos não tinham perspectiva de venderem tudo que poderiam produzir, já que havia uma “excessiva” abertura para os produtos importados, comprados a uma taxa artificialmente baixa. Assim que a pouca confiança que ainda havia no México fora perdida, todo o seu sistema desmoronou, e a crise financeira estava instaurada no país latino. Bresser-Pereira aponta como uma lição importante para o Brasil, que deveria focar em bases sólidas e de interesse nacional, como o equilíbrio macroeconômico de fato, com uma taxa de câmbio mais equilibrada.

“A crise do México veio em boa hora para os inimigos da estabilização. [...] os guardiões do velho cinismo já começavam a se desesperar [...]. Isso talvez explique a euforia com que bombardearam os jornais com ameaças e previsões catastróficas” (Lara-Resende in Lara-Resende et al., 1995, p.134)

A questão da credibilidade está no centro da crise mexicana. Seja pelo país tomar decisões erradas em função dela, como para Bresser-Pereira, seja porque realmente não se tratava de uma situação confiável. Os dados sobre o déficit público, tido por alguns como elemento essencial no controle inflacionário, não eram claros, para dizer o mínimo. O descontrole do déficit público, para Lara-Resende, foi o principal motivo da crise: “esqueça as estatísticas oficiais. O ajuste do setor público que estava se deteriorando, e nos últimos dois anos tinha chegado a um nível insustentável” (Lara-Resende in Lara-Resende et al., 1995). O autor também minimiza a questão cambial da crise, foco da crítica do que chama de “cinismo”. Para Lara-Resende, o México sofrera uma crise cambial, mas causada por sua política fiscal: “Crise cambial é coisa séria, com implicações graves e imprevisíveis. O México que o diga. Se não for possível fazer o ajuste e reduzir o déficit público, melhor não brincar de câmbio fixo”. Esta crítica distancia o modelo econômico brasileiro da crise mexicana, mesmo possuindo uma política cambial parecida, que havia virado alvo de preocupações e questionamentos. Lara-Resende enxergava a situação fiscal brasileira como transparente e minimamente controlada. Ele também contesta a alternativa de desvalorização cambial, argumentando que em um país com memória inflacionária forte, como o Brasil, a desvalorização do câmbio não levaria somente a um aumento relativo de preços dos bens comerciáveis, mas também a um aumento generalizado. E em um país com desordem crônica nas contas públicas, como a Argentina, a desvalorização seria completamente inútil. A situação brasileira não estaria nesse nível, ainda que não muito distante. Lara-Resende conclui propondo para o Brasil um mais profundo ajuste fiscal, a recuperação da capacidade de poupança privada, e ainda admite um deslizar da taxa nominal de câmbio, caso as reformas estruturais tomassem mais tempo do que o planejado. Lara-Resende, nessa época, ainda era um dos únicos a negar um problema de sobrevalorização cambial no Brasil, posição que pareceu ter ficado restrita aos membros do governo. O “medo” (à Furtado, como visto) do retorno da inflação pela memória do brasileiro também aponta

um forte argumento para a manutenção do câmbio fixo e valorizado, e consequentemente dos altos juros.

Em entrevista a Dias (1995), Barros de Castro, que talvez fosse considerado um dos “inimigos da estabilização” por Lara-Resende, pelo contrário, via a volta da inflação no Brasil como iminente. Para o autor, ficou claro que o crescimento de longo prazo não é automático após uma estabilização. O Brasil havia perdido as importações como a válvula de escape para a demanda que havia apontado em seus artigos para a Folha de S. Paulo. Para Castro, o governo deveria “deter”, sim, a economia, mas não com uma “recessão burra”, que tirasse as perspectivas de investimento dos produtores. Enquanto isso não acontecesse, a pressão inflacionária retornaria. A valorização cambial não seria efetiva na contenção sem essa perspectiva. Porém, salienta que nesse aspecto, o período Ciro Gomes à frente do real (setembro de 1994 até o final do governo Itamar Franco, período que coincidiu com a entrada do Brasil na OMC e as crises latinas) teria sido ainda pior, pois nenhuma política econômica era especificada, nem mesmo a cambial. E isso haveria armado as condições para as oscilações. Castro também acredita que a desvalorização do real ainda assim não levaria à contenção necessária. Para o aumento da produção interna, seria necessário mudar a percepção dos produtores, dando inclusive apoio para que passassem a exportar também. Ou seja, para Barros de Castro a questão mais urgente seria a retomada da confiança dos produtores internos. O autor mantém seu diagnóstico de que o Plano levava a uma dependência estrutural por importações que não se sustentaria.

“De fato, houve um debate interno muito forte sobre a política cambial depois da crise mexicana de 1994. O debate envolveu basicamente o Banco Central, o [José] Serra, o [Pedro] Malan e o Edmar Bacha, que ainda estava no BNDES, e mais recentemente o Clóvis [Carvalho, administrador da equipe econômica do Plano Real] e o presidente. Foi um debate forte porque havia a percepção entre muitos de nós que a taxa de câmbio tinha caído demais na fase de flutuação inicial pós-Real e a questão era, à luz da ameaça da crise mexicana, como fazer para corrigir a sobrevalorização e que regime cambial instituir para o futuro. Essa é uma questão ainda presente na política econômica [final de 1997], e a discussão naquele momento foi muito intensa – produziram-se muitos *papers*. *Papers* de lado a lado, com coisas até bem interessantes” (Lopes in Mantega e Rego, p.351-352)

A fala de Francisco Lopes aponta que havia até no governo a ideia de que o câmbio estaria sobrevalorizado. Edward J. Amadeo, que era um economista alinhado a Lara-Resende, expande na questão cambial em Lara-Resende et al. (1995): “Há duas visões sobre como interpretar os resultados do Plano Real até dezembro [1994]. De um lado, os que enfatizam o peso da apreciação cambial e demandam a desvalorização [...] De outro, os que justificam a política cambial adotada [...] como única forma de gerar uma mudança no patamar da inflação e garantir a estabilização dos preços”. Para Amadeo, a principal crítica à apreciação cambial é a de que ela era desastrosa para as contas externas. Entretanto, assim como Lara-Resende, afirma que o déficit nas contas públicas levavam a aumentos de demanda e queda no saldo comercial, e que este seria o principal problema. Ainda assim, Amadeo admitia uma sobrevalorização do câmbio no Brasil, que estaria levando a níveis de demanda insustentáveis. Contudo, era contra mexer na regra cambial, receando remarcações de preços e instabilidade no mercado de moedas, receio que se provaria o principal impeditivo a diversos economistas sugerirem uma desvalorização. Restavam, então, medidas de controle da demanda agregada na coordenação da formação de salários e preços, ou seja, manejar o conflito distributivo. Para ele, isso se daria da melhor forma por meio da redução dos gastos públicos, a começar pelos menos eficientes, e da taxaço de bens de consumo “supérfluos” que estavam em alta. Essas alternativas seriam preferíveis aos riscos da desvalorização cambial. Amadeo fica na mesma linha de outros economistas que temiam pela credibilidade do Plano Real.

Fica claro aqui um contraste com as ideias de Barros de Castro. Enquanto Castro focava nas expectativas dos produtores internos e seus investimentos na determinação dos preços, Amadeo e Lara-Resende focavam na confiança dos agentes econômicos em geral, que poderiam enxergar nas alterações da política cambial uma nova ameaça inflacionária. Todos estavam alinhados quanto à contenção da demanda e equilíbrio fiscal, mas com estratégias essencialmente diferentes, sendo a de Castro focada na diminuição apenas da demanda por importações, enquanto Amadeo e Resende propunham maior eficiência nos gastos públicos.

“O debate sobre a inflação no Brasil é carregado de amor e de ódio, de emoções, acusações recíprocas de incompetência. Natural que seja assim. Raramente vai às raízes do tema, às hipóteses mais básicas,

radicais mesmo. Debate emocional mas não radical” (Sayad in Lara-Resende et. Al., 1995, p. 145)

Sayad argumenta que as crises na América Latina mostraram como não basta seguir a cartilha de “boa prática” do Consenso de Washington. O mundo, reflete, é muito dinâmico, instável, conflituoso, e as regras não são claras. Muito mais profundas e duradouras do que planos econômicos eram as modificações no Brasil que os economistas não estavam considerando, como a redemocratização do país, que dava voz a uma larga parcela da população marginalizada e pobre. Toda essa turbulência torna impossível as soluções eternas, ou até mesmo duradouras. Assim, a imagem de uma âncora estabilizadora na economia não seria razoável: “a melhor imagem não seria a das âncoras – a estabilidade é antes o caminho das pedras no meio de um mar revoltoso”. Ao mesmo tempo, Sayad critica aqueles que eram contra a atual solução brasileira, mas que propunham outra solução eterna: “A política de estabilização só tem uma saída – fixar o valor do dólar. E o dólar só será estável enquanto produzirmos um imenso superávit comercial. Esse é o desafio. Outras âncoras não são conhecidas no momento. Não sabemos qual o próximo passo nesse caminho das pedras”.

Para o autor, a economia evoluía de âncora em âncora, ou de pedra em pedra, no contexto caótico do mundo. A âncora da vez era o dólar, e ela serviria seu propósito de estabilização por uns anos. No entanto, seu ciclo estaria chegando ao fim, e sendo evidenciado pela crise mexicana e argentina. O Brasil seguia para o mesmo rumo. A dolarização (ou simplesmente a fixação do câmbio, no Brasil) levava a juros altos, dificuldade de balancear as contas internas e externas e a um excesso de estoque de capitais estrangeiros, especialmente os voláteis. O Brasil teria antecipado o prazo de validade da política ao fixar o câmbio em uma taxa muito valorizada e ao abrir a economia muito rapidamente. Isso levaria a um desequilíbrio nas contas externas e a juros maiores do que os necessários, além da dependência desses capitais voláteis, que ao menor sinal de risco pulariam para um lugar mais seguro: “o capital é muito mais pragmático do que os economistas. Se o superávit comercial não for muito abundante e crescente, fogem rápida e conservadoramente para praças muito seguras. Uma velha prática bancária – só emprestar dinheiro para quem não precisa” (Sayad in Lara-Resende et. Al., 1995).



Batista Jr. (1996), talvez outro dos “inimigos da estabilização” apontados por Lara-Resende, afirma que as crises explicitavam que o câmbio brasileiro estava distorcidamente valorizado, e que a versão do governo de que “forças de mercado” haviam levado à taxa de 83 centavos em 1994 era falaciosa, posto que o Banco Central estava ativo no mercado de câmbio. Para ele, o ajuste fiscal do Plano Real ficara longe do que seria teoricamente necessário para compensar o crescimento da demanda que a estabilização traria, e isso levou à necessidade uma política monetária mais forte, inclusive com intenções de “*marketing*” do programa. Política essa que era sustentada por capitais estrangeiros, no entanto “com o colapso do peso mexicano, o superávit na conta de capitais do Brasil caiu de forma drástica”. O desafio do governo FHC era equilibrar as contas externas, sem retroceder no combate a inflação. A estratégia escolhida foi a redução da demanda interna, como sugeriram Lara-Resende e Amadeo, mas algo que não fora feito em nível suficiente antes, para Batista Jr. Ao longo do tempo, o governo também se viu obrigado a restringir importações e a uma minidesvalorização do câmbio, que ocasionou em um ataque especulativo ao real, levando o Banco Central a aumentar ainda mais a taxa de juros e se comprometer com a manutenção do câmbio por tempo indeterminado. Outra alternativa foi restringir o crédito interno. O Brasil seguiu seus capitais estrangeiros a custo de uma forte desaceleração da economia.

Em abril/maio de 1995, o governo estadunidense injetou mais de 50 bilhões de dólares no México, apaziguando o cenário internacional e possibilitando uma redução nos juros brasileiros (Batista Jr., 1996). Mas o economista alerta que a combinação de déficits, câmbio sobrevalorizado e juros altos deixavam o Real muito vulnerável a ataques especulativos.

O autor critica, então, a postura do governo de manter a política cambial. A prioridade era manter a inflação baixa, ainda que isso custasse a alta dos juros, o câmbio sobrevalorizado, o desemprego em alta e o crescimento reduzido, além de depender da estabilidade no mercado financeiro internacional. Apenas com as crises mexicana e argentina que o prestígio político do controle da inflação deixava de ser visto como o bastante. No entanto, algo provisório como um plano de estabilização estava sendo usado como permanente. Assim como Sayad, Batista Jr. critica a visão de que o Plano Real seria a solução definitiva para a economia brasileira, sem a necessidade de ajuste algum. A perspectiva era de que somente uma situação insustentável levariam a esses ajustes, e

que eles não seriam feitos de forma preventiva. O governo que se elegera no primeiro turno sob a bandeira do Plano Real o manteria intacto enquanto pudesse, ao menos até a próxima eleição. Batista Jr. sugere uma correção fiscal, a fim de equilibrar as finanças públicas, e uma cuidadosa desvalorização cambial. Isso possibilitaria a redução dos juros. Sem isso, o Brasil continuaria a mercê de turbulências financeiras. No entanto, o ajuste fiscal, planejado para antes da reforma monetária, já havia sido adiado “para 1996 ou 1997”. O balanço fiscal brasileiro estava até então dependendo da prorrogação de medidas provisórias, como o Fundo Social de Emergência, que fora renomeado para Fundo de Estabilização Fiscal. O economista alerta também que o Brasil não estava pronto para uma nova onda de crescimento, que levaria a outro desequilíbrio externo, projeção similar a de alguns relatórios que serão vistos no próximo capítulo. Batista Jr. conclui: “Enquanto a liquidez internacional for adequada e os mercados financeiros permanecerem abertos para o Brasil, não será impossível refinar os passivos de curto prazo, as amortizações de médio e longo prazos e obter recursos líquidos adicionais. Mas, depois da crise do México, seria temeridade não trabalhar com a hipótese de que voltem a ocorrer turbulências financeiras externas ou dificuldades de captação de recursos para países como o Brasil”, diagnóstico que se provaria válido com a vinda da crise asiática de 1997.

É possível perceber que há um consenso entre os autores na questão fiscal, e o início de uma convergência de diagnósticos, apontando a sobrevalorização cambial como principal perigo da economia brasileira pós-Real. A oposição a esse diagnóstico ainda ficava por conta de alguns economistas mais ligados ao governo, como Lara-Resende, mas principalmente Gustavo Franco, como será visto no próximo capítulo. Ainda assim, havia grande receio em mexer na política cambial ou no nível da taxa de câmbio, com medo da volta da inflação ou do encarecimento do financiamento externo, até mesmo de uma fuga de capitais em um caso mais extremo. As crises argentinas e mexicanas explicitaram vulnerabilidades importantes da economia brasileira, que tornariam a ser testadas nas crises asiáticas, em 1997. Pode-se falar em azar por um plano promissor, que contava com uma situação externa favorável em sua confecção, passar por diversas crises internacionais rapidamente, mas como afirmou Sayad, o mundo é um mar revolto, e às vezes as crises são a regra do capitalismo, não a exceção.

### 3 Do debate da sobrevalorização cambial à desvalorização

“A propósito, vale lembrar que uma das lições da crise mexicana de 1994/95 é que “(...) unrealistic ‘toughness’ on the exchange rate does not increase credibility” [Sachs, Tornell e Velasco (1995, p. 30)]. As autoridades brasileiras se beneficiaram dessa lição e, evitando desvalorizações abruptas para não prejudicar o combate à inflação, já no final de 1995, pareciam ter concluído que era chegada a hora de corrigir gradualmente a taxa de câmbio real. [...] Na prática, porém, não ocorreu uma correção significativa da taxa de câmbio efetiva real” (Castro et. al., 1998)

Pode-se notar que as crises latinas deram o tom do debate dos anos seguintes, até a mudança no regime cambial. Os autores mais críticos se alinhavam com um foco em comum: a sobrevalorização do câmbio, mais ainda do que o regime em si, que também era alvo de críticas. Diversos autores também questionavam a maneira como foi feita a abertura comercial, em 1994. A combinação da abertura abrupta com o câmbio valorizado haveria trazido grande desequilíbrio à economia brasileira. Essas eram as principais críticas da oposição e de grande parte dos economistas de fora do governo, além da questão das privatizações. Dentro do governo, o tom também seguiu aquele que era escutado durante e logo após as crises latinas: apesar de alguns já admitirem que o câmbio estaria em um nível acima do ideal, ainda eram contra a mudança no regime cambial, com medo de abalos na confiança do mercado, sugerindo, no lugar, medidas como minidesvalorizações cautolesas e ajustes em outros setores, como na política fiscal e na política de exportações. O núcleo duro da equipe econômica do Real foi a maior defensora, pelo menos de início, do regime cambial do Plano. Em especial, Gustavo Franco foi o mais enfático, e talvez tenha sido o único a afirmar categoricamente que o câmbio não estava sobrevalorizado. Com a vinda de novas crises financeiras em 1997, dessa vez da Ásia, as posições se intensificaram. A oposição tinha cada vez mais certeza e volume em sua crítica; os economistas mais ligados ao governo já admitiam de forma geral que desvalorizar o câmbio seria necessário, inclusive publicamente; enquanto Gustavo Franco permanecia como último homem de pé na defesa do nível e do regime cambial da época. Apesar de atritos com Pêrsio Arida, que contava com grande simpatia do resto da equipe econômica, e até mesmo da oposição, o então diretor do Banco Central teve respaldo para manter sua política até o final do primeiro governo FHC, assumindo

a presidência da entidade ao longo do caminho. Tudo isso será explorado mais a fundo neste capítulo.

Uma importante apresentação da situação nas contas públicas brasileiras está em Alem et. al. (1997), que fazem um importante diagnóstico da saúde delas no pós crises latinas, parecido com o de Batista Jr.: uma inflação sobre controle, mas a custo de uma desaceleração na demanda, via elevação dos juros e restrições ao crédito, que limitavam a um crescimento modesto, além de um desequilíbrio nas contas externas. Um dado que ilustra isso bem é o de que as exportações aumentaram 6,6% de 1994 para 1995, enquanto as importações aumentaram 50,6%. Mas em 1996 houve uma recuperação no nível do produto, puxada pelo investimento. Essa retomada, porém, fez crescer ainda mais o deficit comercial, tendência que se intensificaria ainda mais em 1997. Além disso, houve mais um aumento na entrada de capitais extenos. Nas contas públicas, o ano de 1995 representou uma piora do déficit fiscal. Em 1996 também houve piora no resultado primário. O Brasil estaria mais vulnerável a um choque externo em 1997 do que estava em 1994, e chegaria a 1998, ano da eleição, bem fragilizado.

### *3.1 O quase consenso quanto à sobrevalorização*

Mantega e Rego, em 1999, publicam o livro “Conversas com Economistas Brasileiros II”, que, assim como o primeiro, entrevista diversos quadros relevantes da época, e aborda alguns dos assuntos que estão sendo estudados aqui. As conversas foram realizadas no segundo semestre de 1997, logo após o estouro da crise asiática. Nelas, a maior parte dos economistas estava do lado que afirma que o câmbio estava sobrevalorizado, com argumentos parecidos. O livro nos mostra uma lista extensa e diversa de nomes com posições similares, o que indica uma forte tendência da época entre os economistas de fora do governo, e não somente na oposição.

“Os críticos da liberação econômico-financeira aqui entrevistados apresentaram várias objeções a esse modelo de abertura. A crítica maior, porém, recaiu sobre a sobrevalorização cambial e suas consequências sobre a balança de transações correntes e a política de juros altos que abalaram os fundamentos econômicos brasileiros. Convém ressaltar que a maioria dos economistas brasileiros não apresentou maiores objeções à eliminação do paternalismo estatal e à realização de uma certa abertura da economia brasileira. Porém, sem

os exageros cometidos e com os devidos anteparos de algumas barreiras tarifárias e não-tarifárias que mesmo o mais livre-cambista dos países costuma preservar” (Mantega e Rego, 1999, p.52)

No livro, talvez o mais intenso e abrangente crítico das políticas do Plano Real fosse Aloízio Mercadante. Para ele, a essência do Plano Real é “a âncora cambial com sobrevalorização e a redução de tarifas”. Combinação de fatores vista como principal responsável pelo desequilíbrio na balança comercial, que exigia grande financiamento externo, uma vez que a situação fiscal também não era boa: “Você está num nível de dependência do capital especulativo financeiro internacional brutal”. Para Mercadante, o déficit crônico estava levando à liquidação do patrimônio público, já que muitas vezes os juros altos e a entrada de capitais não eram suficientes para financiar a dívida externa, tendo que se recorrer às privatizações. O economista ainda afirma que com a política cambial, o governo estaria trazendo a dívida privada em dólar para a esfera pública, que teria de absorver o impacto de uma crise cambial, fazendo assim uma “socialização da dívida”. Sobre a crise na Ásia, o petista acredita que ela havia mostrado as consequências da âncora cambial, a insustentabilidade dessa política econômica, e o nível de vulnerabilidade que o Brasil estava vivendo: era o país mais atingido pela crise pois estava totalmente dependente do capital especulativo.

Diversos economistas entrevistados compartilhavam de alguns dos argumentos de Mercadante, ainda que com menor intensidade. Os nomes estão listados numa citação mais adiante. Mas não é apenas nesse livro que podemos achar críticos da política cambial, sobretudo após a crise asiática:

“A partir de julho de 1997, ataques especulativos poderosos, alimentados pela enorme massa de recursos voláteis em circulação nos mercados internacionais, resultaram em pressões irresistíveis contra as “âncoras” cambiais desses países, que foram sucumbindo sucessivamente, com alto custo em termos de desestabilização do quadro macroeconômico no leste da Ásia e de repercussões financeiras e comerciais em outras regiões do mundo. Essa experiência constitui mais uma ilustração dos perigos associados ao modelo cambial em vigor no Brasil.” (Batista Jr., 1998)

Assim como no Brasil, e nos vizinhos latinos que também haviam entrado em crises três anos antes, alguns países asiáticos possuíam regimes cambiais rígidos. O estouro de outra onda de crises financeiras em países emergentes com tais regimes

aumentou ainda mais a desconfiança no Brasil. Conforme afirmaram Mantega e Rego (1999), Paul Krugman havia apontado o Brasil como o próximo grande foco de crises. A disputa era acirrada entre palpites no Brasil e na Rússia. A Rússia seria a amarga vencedora, em 1998. Em 1999, o Brasil se via praticamente obrigado a desvalorizar seu câmbio. As âncoras cambiais desses países pareciam estar assentadas nos capitais estrangeiros de curto prazo, cada vez mais voláteis e fugindo para fundos mais “confiáveis”, com um medo (justificado) de crises engatilhadas pela sua própria fuga.

“Agora quem está falando isso [quadro de crise cambial iminente no Brasil] não é mais o Mercadante, a Conceição, o Delfim, o Pastore. Hoje é o Dornbusch, o Krugman e os porta-vozes do sistema financeiro internacional que estão dizendo a mesma coisa sobre a insustentabilidade da política econômica no Brasil” (Mercadante in Mantega e Rego, 1999, p.379)

O clima dos autores mais críticos era realmente alarmante. Não é de se pensar que fosse exagero. Crises estouraram sistematicamente em países com políticas econômicas similares àquela do Brasil ao longo dos anos 1990. E quando economistas estrangeiros, entidades financeiras internacionais, cadernos de economia e consultorias passam a fazer o mesmo alarme, a questão da confiança já havia sido selada. O Brasil, assim como nas crises latinas, mantinha seu regime à base de juros elevados, mas dessa vez com uma situação já deteriorada nas contas públicas.

Batista Jr. (1998) também apontou as crises asiáticas de 1997 como evidência da fragilidade desse regime, que havia levado ao colapso de diversas moedas do leste da Ásia. Esta é uma crítica que já fazia desde as crises latinas, além da crítica desde a origem do Real quanto à autonomia de um país cuja moeda seguisse o dólar. O Brasil, assim como apontou Fiori (1994), via a sua própria crise se aproximando, mas se mantinha refém do próprio regime, sob a constante ameaça da volta da inflação. A âncora do navio brasileiro não o deixava fugir da tempestade que se aproximava.

Outro agravante, já muito alertado por Barros de Castro, era a abertura comercial. Além de diversas críticas ao regime cambial, que causava um desequilíbrio na balança de pagamentos, a abertura sob sobrevalorização cambial agravava o déficit na balança comercial, exigindo ainda maiores juros e acúmulo de dívidas externas. A questão de

como foi feita essa abertura foi amplamente criticada por quase todos os economistas de fora do governo.

Em 1995, Barros de Castro defendia a desvalorização do câmbio, afirmando que ele estava estimulando a importação de máquinas de automação e reduzindo o nível de emprego, caro em moeda local. Também estava preocupado com o nível de exportações do Brasil, que aumentara muito menos do que outros países da América Latina. Isso seria um indício de uma grave desestabilização na balança de pagamentos, ainda que seu caixa não a indicasse. O governo havia trocado o “freio” da inflação, liberando pequenos ajustes no câmbio nominal e usando, no lugar, a desaceleração econômica. Para Castro, a âncora cambial não era mais a base do Real, nem nunca fora, na concepção e na prática. A base seria a abertura econômica, que possibilitava a entrada massiva de importados e capitais estrangeiros (Castro in Santos, 1995). Mesma base que enxergava Franco, mas com uma avaliação bem diferente.

Tal abertura foi sacramentada no chamado “acordo de Ouro Preto” no final de 1994, que colocou o Brasil na OMC. Esse acordo foi firmado quando FHC já havia deixado o Ministério da Fazenda, e coube ao então ministro Ciro Gomes implementá-lo, seguindo, certamente, orientações da equipe econômica do Plano Real. As principais críticas ao acordo foram quanto à grande redução das tarifas de importação e o não uso de mecanismos especiais da OMC para países em desenvolvimento, decisão parecida com a do México antes de sua crise, como citou Bresser-Pereira in Lara-Resende et. al. (1995). A ideia era, como afirmou Franco (1996), tirar o poder dos produtores locais de determinarem preços. Por isso, Mercadante acusa Ciro de ser um dissidente do neoliberalismo: “Então, Ciro Gomes escancarou o país de forma absolutamente irresponsável. O Brasil não negociou nada de política de comércio exterior”. Ciro Gomes seria o terceiro colocado das eleições seguintes, em 1998, atingindo mais de 10% dos votos válidos, se configurando como um adversário político não descartável para o PT. Em 1996, Ciro Gomes lançou um livro junto a Roberto Mangabeira Unger, onde criticava o governo FHC, que definiu como neoliberal, e daí o termo “dissidente” usado por Mercadante. Ciro fez críticas à política econômica do real, tanto no aspecto cambial, mas principalmente no aspecto que o governo estava financiando seus déficits por meio de privatizações.

“[o aumento das privatizações] Não vai resolver o problema da dívida pública e não resolveu. Sobretudo pelo tamanho da dívida pública, que está ligado ao problema da âncora cambial e da taxa de câmbio, que ele [Ciro Gomes] defendia. Porque diz o seguinte: “Não se consegue descartar dos expedientes do Plano Real o câmbio sobrevalorizado e juros altíssimos. São úteis como expedientes temporários”. Ele defendia a âncora cambial no início, achava que ela poderia ser mantida” (Mercadante in Mantega e Rego, 1999, p.367)

Independentemente de críticas entre adversários políticos, a crítica às privatizações também pareceram ser consenso fora do governo, por um motivo ou por outro, inclusive partindo de uma figura inesperada que será abordada a seguir. Os opositores ao governo, enfim, tinham críticas de todos os aspectos, no entanto possuíam um foco claro, alinhado a economistas distantes dessa disputa mais ferrenha: as críticas à sobrevalorização.

“Não é surpresa que Paul Singer, Francisco Oliveira, Antonio Barros de Castro, João Manuel Cardoso de Mello, Yoshiaki Nakano, Aloízio Mercadante e mesmo João Sayad critiquem a armadilha do câmbio sobrevalorizado e dos juros altos, que criou uma dependência de capitais voláteis para fechar o balanço de pagamentos brasileiros. A surpresa fica por conta de José Serra, que, enquanto Ministro do Planejamento do primeiro Governo FHC, compartilhou, pelo menos em parte, as responsabilidades da gestão econômica, porém não se furtou a explicitar aqui suas profundas divergências com seus ex-colegas da Esplanada dos Ministérios, que eram abafadas quando ele estava no cargo econômico” (Mantega e Rego, 1999, p.52)

José Serra era um dos principais nomes do PSDB, e ministro do governo FHC. Porém, foi uma figura que destoou em seu posicionamento do resto da equipe do governo, se alinhando mais aos críticos na oposição. Talvez tenha sido o único governista que tornou pública essa visão contrária, através da conversa divulgada no livro de Mantega e Rego (ainda que ele fosse publicado apenas depois das eleições de 1998). Para Serra, houve “erros na política cambial”, com sobrevalorização, e por isso o Brasil sofria tanto com a crise do sudeste asiático. O programa de privatizações, que defendia, acabara sendo usado para sustentar a política cambial, e não para reduzir o déficit público, como idealizava. Assim, o Brasil ficava apenas com a perda do patrimônio, desperdiçando todo o dinheiro arrecadado na sustentação de uma política insustentável. Além disso, o tucano afirma que “criou-se a psicologia de que corrigí-lo



seria o fim do mundo”. Visão que de fato existiu ao longo de todo o período, como a analogia do refém de Fiori ou o dito “medo” de Furtado indicavam. Esse medo será melhor visto em uma seção mais à frente, que fala sobre as visões dos mais alinhados ao governo e à equipe econômica. Serra também foi crítico da abertura comercial, mas focando apenas na relação com o Mercosul, onde o Brasil teria sido muito concessivo.

“O erro do câmbio teve quatro características: primeiro, foi cometido gratuitamente, sem responder a nenhuma doutrina ou pressão irresistível; segundo, foi resultado de pouca reflexão analítica, pois era fácil prever o que aconteceria; terceiro, suas consequências foram bastante adversas; quarto, é muito difícil de corrigir” (Serra in Mantega e Rego, 1999, p.141)

Apesar de criticar a psicologia de que corrigir o câmbio seria o fim do mundo, Serra admite a dificuldade em fazê-lo, e afirma que o Brasil havia perdido algumas janelas de oportunidade para tal, como na baixada de poeira pós crises da América Latina. No entanto, no contexto das crises na Ásia, quando participou da conversa com Mantega e Rego, o ajuste da taxa de câmbio ou do regime cambial como um todo poderia selar a chegada de uma crise financeira ao Brasil.

“A correção mais tranquila do problema, se vier a ser feita, não pelo mercado, mas diante uma política administrada, vai exigir condições econômicas domésticas e externas, além de condições políticas, muito especiais” (Serra in Mantega e Rego, 1999, p.141)

### *3.2 Gustavo Franco, o ferrenho, e quase solitário, defensor do regime cambial*

“[...] a nova política cambial implementada após a entrada em circulação do Real colou sob severo questionamento boa parte das ideias estabelecidas sobre o balanço de pagamentos e a taxa de câmbio [...] Todavia, passados dois anos da mudança na política cambial, e frustradas todas as previsões catastróficas feitas a partir da nova política e, com especial intensidade a partir dos eventos mexicanos, as alegações de que existe “defasagem cambial”, ou que tal coisa tenha alguma importância, ou que o equilíbrio externo seja precário mesmo depois de termos resistido à crise mexicana de 1994, diminuíram consideravelmente. Mas não morreram. Seu ressurgimento parece exibir pulsação muito própria, menos relacionada com o balanço de pagamentos, ou mesmo com as flutuações da balança comercial, que com eventos do universo político cuja lógica não cabe aqui discutir” (Franco, 1998)

Gustavo Franco vai da equipe econômica que projetou o Plano Real para a direção dos assuntos internacionais do BC, e em agosto de 1997 assumiria sua presidência. Era o principal defensor do regime cambial da época. O economista considerava muitas das críticas como resultado de um saudosismo em relação ao modelo de Substituição de Importações (SI), que regeu a economia brasileira ao longo do século XX, mas que haveria se esgotado nos anos 1980. Ainda assim, vários economistas e políticos estariam presos ou ligados a esse sistema. Em Franco (1998) afirma que as críticas à estabilização baseavam-se na “acusação de que a austeridade era o antidesenvolvimento”, diferentemente de diversas críticas aqui estudadas, que frisavam, também, a questão fiscal. Ele critica também a concepção de que só seria possível um crescimento com “vícios”, como a inflação. O mesmo raciocínio valia para questionamentos à abertura comercial, que supostamente ameaçaria o crescimento e investimento dos produtores internos, e implicaria em crises cambiais e baixo crescimento caso o país dispusesse de um câmbio consistente e inflação baixa, outra visão onde seria impossível haver crescimento sem vícios. Franco argumenta o contrário, que para o crescimento, especialmente com distribuição de renda, era necessário eliminar esses vícios.

Franco teve seu nome associado não só ao Plano Real, mas em especial à sua política cambial, e foi defensor dela até o final. Com a sobrevivência dela às crises latinas, sua convicção apenas cresceu. Assim como Lara-Resende, enxergava nos críticos uma vontade de que seu modelo falhasse, com motivações políticas. A crise que serviu de alerta e mudou o tom de diversos economistas, para Franco foi mais uma prova de que o Brasil caminhava na direção correta. Com a vinda das crises da Ásia, passou a ser praticamente o único, mesmo dentro do governo, a negar problemas de sobrevalorização e todas as implicações do regime cambial, como a necessidade de financiamento externo.

“O fato de ter havido “apreciação” significa necessariamente que se observe “sobrevalorização” ou alguma forma de artificialismo? Ou o fato de os preços dos produtos da cesta básica terem caído por força das leis da oferta e da procura significa que estão “abaixo do equilíbrio”? O fato do preço da banana, por exemplo, cair em função de uma super-safra, quer dizer necessariamente que há uma “defasagem bananal”?” (Franco, 1998)

Um dos principais argumentos de Franco era de que o câmbio brasileiro, antes da estabilização, estaria muito depreciado por anos de hiperinflação, e que era natural que planos de estabilização devolvessem o valor à moeda. O câmbio na casa dos oitenta centavos de real por dólar, em 1994, teria sido apenas uma correção. E a sua manutenção se justificaria, já que o novo modelo econômico brasileiro estaria proporcionando um crescimento da produtividade maior em relação ao exterior, em especial o estadunidense.

“A própria referência ao tema é sintomática: “defasagem” ou “atraso” trazem uma evidente alusão temporal – querem dizer a perda de uma referência passada ou a violação de um padrão.” (Franco, 1998)

Esse novo modelo trataria da superação do modelo de SI, inserindo o Brasil de vez no mundo globalizado, no seu comércio e mercado financeiros cada vez mais aquecidos, trazendo tecnologias para o aumento da produtividade e competição internacional para a contenção de preços. Essa nova realidade estaria incomodando aqueles que tinham algum interesse na manutenção do modelo de SI, na inflação, no protecionismo, etc. Para Franco, a essência do Plano Real era a retirada do estado como agente econômico primordial, daí a angústia dos políticos. O desenvolvimento não seria mais baseado em políticas de investimento público massivo e enormes déficits fiscais, mas sim por meio do aumento da produtividade, através dos chamados “intangíveis” da economia.

“Por que os EUA, Canadá, Austrália e Nova Zelândia “nascem” ricos, e o Brasil “nasce” pobre? A resposta é simples: porque (no século XIX) a produtividade média nessas “áreas de assentamento recente”, como são conhecidas, era muito maior que a daqui” (Franco, 1998)

Serra in Mantega e Rego (1999) fez ponderações quanto a essa visão. Para ele, o aumento da produtividade não seria necessariamente uma solução à crise da balança comercial, podendo inclusive piorá-la, dependendo do seu perfil. Se os setores importadores da economia aumentarem mais sua produtividade, e portanto renda, do que os setores exportadores, a balança comercial pioraria.

No entanto, os dois concordam com a abertura comercial. Para Franco, a abertura era a principal medida adotada pelo Brasil nos anos 1990 no caminho para a estabilização, e havia sido intensificada no Real. O economista contesta a visão de que ela seria prejudicial aos produtores internos, pois incentivaria aumentos de competitividade e de produtividade, e facilitaria a importação de tecnologia, e também a visão de que ela seria prejudicial à balança comercial, pois o Brasil passaria a concorrer cada vez mais em outros mercados, podendo aumentar também suas exportações. Para ele, as importações cresceram mais em um primeiro momento pois passaram anos reprimidas, enquanto o processo de aumento de competitividade das exportações seria algo mais a longo prazo. Ele também questionou a ideia de que a abertura traria maior vulnerabilidade externa, apontando, em Franco (1998) para um paradoxo, o da vulnerabilidade externa sob auto-suficiência, que é o seguinte: considerando um tigre asiático e uma “baleia” latina, o tigre possui alta participação do comércio exterior no PIB enquanto a baleia possui baixa. No caso de uma crise em que fosse necessário um ajuste relativo nessa participação, o tigre precisaria ajustar importações e exportações a taxas bem menores para fazer o mesmo ajuste: “é claro que, quanto maior a desvalorização cambial [relativa] requerida, maior a instabilidade macroeconômica decorrente do processo de ajuste. Não é por outro motivo que a república sul-americana muito provavelmente terá inflação alta, instabilidade, recessão, conflito distributivo etc. enquanto que a asiática tráfegará bem tranquilamente pelo choque externo”. Os tigres asiáticos seriam foco de crises financeiras no ano seguinte.

“Quando veio a crise da Ásia subitamente apareceu renovada a noção de que o câmbio estava sobrevalorizado, e que estávamos perdidos porque quatro anos antes havíamos cometido um erro imperdoável” (Franco in Mantega e Rego, 1999, p.403)

Franco enxergou um contexto parecido ao das crises latinas quando as asiáticas estouraram. Apesar das dificuldades, o Brasil estaria lidando bem, mas a oposição estaria aproveitando o momento oportuno. Franco viu surgir uma crítica forte ao nível inicial do câmbio no Real, exageradamente sobrevalorizado. Essa crítica já era feita por economistas como Sayad, que apontou como algo que antecipou o prazo de validade do regime cambial. No entanto, era uma crítica cada vez mais comum. Franco defendia o nível inicial do câmbio escolhido, pois teria sido importante para segurar com firmeza a

inflação no início da nova moeda, dando confiança aos agentes e evitando pressões para a volta de indexações. Os altos juros decorrentes da política também foram abordados pelo economista, que enxergava já haver um piso alto para eles independentemente da política. Franco atribui os altos juros à esfera fiscal, que forçava o controle da inflação e o freio aos gastos públicos. Esse desequilíbrio fiscal se deveria ao descompasso entre o que a sociedade brasileira queria do governo e o que disponibilizava para ele, e que isso levaria anos para ser resolvido no congresso. Franco não citava o poder executivo como parte da culpa.

A entrada de capitais, proporcionada pelos altos juros, não era vista como um problema para o autor, que argumenta que a necessidade de capital estrangeiro era natural em países em desenvolvimento, pois as oportunidades de investimento seriam maiores do que sua capacidade interna de investir, daí a entrada massiva de capital externo. Franco argumentava que este era o modelo asiático que levava a grandes crescimentos com estabilidade, e que o mesmo acontecia no Brasil até a crise. No final, os próprios capitais que entravam nesses países não eram estáveis.

Franco via seu diagnóstico como simples aplicação da teoria econômica convencional, que segundo ele estaria sendo deixada de lado no Brasil.

“Todos nós aprendemos isso no segundo ano de macroeconomia, não é mesmo? O modelo IS-LM, coisa simples, que durante muito tempo se disse que não aconteciam no Brasil, pois somos diferentes ou somos regidos por leis econômicas “alternativas”, que os manuais americanos não conseguem compreender. Pois bem, o Plano Real nos fez perceber que o Brasil não é diferente, não é governado por paradigmas tropicais, nem tem tantas especificidades assim no plano da economia” (Franco in Mantega e Rego, 1999, p.398)

Franco possuía muita convicção em suas posições e as manteve ao longo do período. Enquanto os críticos, com o tempo e com as crises, chegavam mais próximos a um consenso sobre os principais problemas do Real, e os colegas de governo iam admitindo e concedendo gradualmente a eles, o então presidente do BC se manteve firme em seu posicionamento, e teve respaldo para mantê-lo na prática, para todos os brasileiros, pelo menos até a reeleição de FHC.

“Por isso é tolice dizer, como insistem alguns (só para implicar) que foi um erro deixar o câmbio cair a 83 centavos por dólar. Se não fosse

assim, a trajetória da inflação seria muito diferente. Como seria o Plano Real se, em vez de deflação no primeiro mês, tivéssemos uma inflação de 10%? Como as pessoas aceitariam desindexação nessas condições? O Congresso votaria a nossa política salarial com reajustes anuais? Pois é, acho que a política cambial foi certíssima e, em retrospecto, eu não faria nada diferente.” (Franco in Mantega e Rego, 1999, p.400-401)

### *3.3 As demais visões governistas e dos menos críticos*

“A ala dos economistas envolvidos com a chamada teoria da inflação inercial e com o Plano Real, como André Lara Resende, Francisco Lopes, Gustavo Franco e Pedro Malan, defende a abertura da economia brasileira do jeito e na magnitude que ela foi feita. Do outro lado, alinham-se todos aqueles que condenam a sobrevalorização cambial, a abertura comercial e financeira excessiva, a falta de regulamentação dos capitais externos de curto prazo e a ausência de uma atuação mais consistente do Estado no âmbito da política industrial, agrícola e de comércio exterior.” (Mantega e Rego, 1999, p.51)

A defesa do regime cambial parte do núcleo duro da equipe econômica e dos economistas mais alinhados, pelo menos até as crises na América Latina. À partir dela, passa-se a ponderar mais uma possível sobrevalorização e pequenos ajustes na taxa de câmbio. No entanto, era sempre vista como uma medida temerária. Colocando na balança, esses economistas pesavam mais o medo do retorno da inflação do que os potenciais desequilíbrios causados pela política cambial, e sugeriam soluções que envolviam ajustes em outros campos da economia, a fim de evitar uma imagem de que o plano de estabilização havia cometido erros.

“acho que você pode dizer que em certo sentido tem-se aqui uma variante da mesma questão que se colocava em relação ao congelamento, isto é, fácil de entrar, mas difícil de sair. Lembro-me que na época do Cruzado, eu costumava dizer o seguinte: “Esse problema de como é que faz para descongelar é simples, se o plano der certo, não precisa descongelar. Porque, se deu certo, o congelamento tornou-se irrelevante”. Acho que com relação ao câmbio é parecido, o sucesso da âncora cambial torna irrelevante o problema de corrigir o câmbio real” (Lopes in Mantega e Rego, 1999, p.349-305)

A afirmação de Lopes explicita um aspecto importante daqueles que estavam na linha de frente da política econômica da época. Havia não só uma questão simbólica de “dar certo” se mantendo o mesmo regime, como também o Plano Real não previa

alterações, e realmente se prendia na âncora cambial. Por isso as propostas de ajustes vinham de outros campos. Nesse sentido, o artigo de Amadeo in Lara-Resende et. al. (1995), abordado na seção sobre as crises latinas, é simbólico. Propostas eram necessárias, pois a situação da economia brasileira estava instável, e constantemente bombardeada por crises financeiras externas, que agravavam o problema cambial.

Um autor importante na tarefa de entender a situação econômica do país e o posicionamento de uma das mais estratégicas empresas do governo será Fabio Giambiagi, que junto a diversos outros autores escreveu uma série de relatórios para o Departamento Econômico do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Estes materiais forneceram um panorama mais descritivo do período que, apesar de não serem o foco deste trabalho, contribuirão para o entendimento da situação econômica brasileira da época. Os relatórios também tentam apontar causas e consequências dos números que apresentam, entrando no debate. Além disso, é possível identificar uma evolução no diagnóstico, principalmente após as crises na Ásia em 1997.

Alem et. al. (1997), que conta com Giambiagi, apontam quatro “desafios principais” para o país naquele momento (pré crise asiática): “a) consolidar a estabilização; b) aumentar a capacidade de poupança e de crescimento; c) estimular a melhoria do emprego; e d) aprofundar a inserção do país na economia mundial”. Os autores enxergavam uma ascendência da indexação e a viam como ameaça à estabilização. Para eles, a memória inflacionária persistia, mantendo assim “um forte componente inercial”. O crescimento de longo prazo estaria sentindo falta de um maior nível de investimento, e consequentemente de um maior nível de poupança. Os autores também propõe uma intensificação das privatizações na tarefa de aumentar o investimento privado. Além disso, enxergavam a tendência de alta no desemprego como consequência da vinda de novas tecnologias ao Brasil, aumentando a produtividade, aliada a uma conjuntura de contenção da demanda. Não apontando para problemas na política econômica externa do Real, sugerem aprofundar a abertura da economia. Diferentemente de diversos autores que apontaram a política cambial como origem desses problemas, Alem et. al. (1997) seguiam a linha dos economistas mais próximos ao governo. O diagnóstico sobre a abertura econômica e sobre a questão da produtividade se aproximavam mais ao de Gustavo Franco.

Esses economistas também projetavam um desequilíbrio nas contas externas para os anos seguintes, financiado por um aumento do endividamento externo. Quanto a isso, propõem um ajuste cambial gradual e não-inflacionário, enquanto desenvolve-se uma política de investimento a fim de gerar uma produção interna de bens intermediários e de capital competitiva, visão já conflitante à de Franco. Esse investimento, em um primeiro momento, contudo, levaria a um aumento das importações de bens mais tecnológicos, piorando a balança comercial e o nível de emprego, criando um efeito compensatório. Os autores, no entanto, contavam com a estabilidade no mercado financeiro internacional e nas reservas internacionais brasileiras, algo de que Sayad talvez discordasse.

Alem et. al. (1997) estimaram que quanto maior fosse o crescimento no período, maior seria tamanho da dívida externa, e ainda poderia levar a um agravamento da situação fiscal, como também alertou Batista Jr. Assim, concluem que o maior desafio para os próximos anos seria manter o equilíbrio externo. Mas ainda reafirmam o modelo atual, uma vez que ele poderia gerar uma nova matriz produtiva, como também acreditava Franco, que resolvesse o próprio problema que criara na sua concepção. Sugeriram, em particular, a manutenção da política cambial, mas com desvalorizações graduais, para que esse grande crescimento das também ocorresse nas exportações, além de outras medidas não cambiais para a melhora da balança comercial. Apontam ainda que o déficit público devia diminuir, mas havia um dilema entre equilíbrio interno e externo. Por isso, para manter o equilíbrio externo na próxima década, as exportações deveriam crescer na ousada ordem de 10% ao ano, ideia que é expandida em Giambiagi (1997), onde o autor já admite a preocupação com o déficit brasileiro, e relata que o governo, em resposta, afirmava que ele era financiável e outros países viviam uma situação pior. O BNDES, onde trabalhava, era um agente econômico importante para fornecer alguns instrumentos a fim de viabilizar tal expansão das exportações necessária, sem que se mexesse na política cambial, e o banco já vinha investindo cada vez mais nela. No entanto, tal expansão era muito difícil de ser atingida.

Giambiagi (1997) se questionou qual seria o nível máximo de endividamento externo para a manutenção do equilíbrio na economia brasileira e não-vulnerabilidade a choques externos. Em sua pesquisa, constata que o crescimento dessa dívida nas 7 décadas anteriores fora inferior a 8% ao ano. Nem mesmo a abertura econômica do final



dos anos 1980 e início dos 90 foi capaz de levar a aumentos superiores à casa dos 5%. Esse trabalho, também pressupôs a continuidade da liquidez do mercado financeiro internacional, e demonstrou otimismo quanto a ela, apesar de ressaltar que crises nesse setor poderiam vir em “uma ou duas décadas”, e que portanto se exigiria um aumento ainda maior nas exportações. A crise acabou vindo em poucos meses. Esse texto, assim como outros, foca no chamado “custo Brasil” como maior problema da economia da época. Uma redução significativa dele, junto a outras políticas de incentivo a investimento e a exportações, eram vistas com potencial de atingir as altas taxas de crescimento necessárias para sustentação da política econômica do Real apontadas por Giambiagi. Esses textos não contemplam a possibilidade de ajustes na política cambial. Algo que para Serra era sintomático nos economistas mais alinhados ao governo da época: o foco no “custo Brasil” e o esquecimento da questão cambial. Afinal, o custo Brasil era algo estrutural e histórico, e o regime cambial era algo autoral daquele próprio governo, e portanto mais complicado de se criticar.

“Qualquer regime em que você tenha convicção é melhor do que qualquer outro em que você não tenha convicção.” (Lopes in Mantega e Rego, 1999, P.352)

A afirmação de Lopes foi feita em um contexto que será melhor abordado na próxima seção. No entanto, explicita um aspecto importante no discurso daqueles que faziam parte do governo. O mercado era muito sensível a inseguranças, e se as sentisse vindo do governo, poderia causar uma crise de confiança. Não é de se descartar que muitas autocríticas eram escondidas, ou bem dosadas, com essa possibilidade em mente. Dificilmente um governista falaria mal publicamente de qualquer política, não apenas por motivos políticos eleitorais, mas também verdadeiramente econômicos.

Nesse espírito, Lopes argumenta que não há como afirmar com precisão o quanto o câmbio está, ou não está, sobrevalorizado. “Nós acreditamos que, mantendo o regime como está e dando tempo suficiente, o próprio sistema econômico fará a convergência para o equilíbrio.” E “é o próprio mercado que tem de fazer a correção da taxa de câmbio real [convergindo com a nominal] e me parece que isso está ocorrendo. Claro que é um processo longo, que leva anos, não meses.” (Lopes in Mantega e Rego, 1999). Curiosamente, Lopes diz isso logo após afirmar, na mesma conversa, que concordava

com uma desvalorização maior, caso que será melhor explorado na próxima seção. Mas o ponto aqui é que, quando diretamente perguntado sobre a questão da sobrevalorização cambial, não fez críticas ao regime, nem o defendeu com a mesma assertividade de Franco.

Em Castro et. al. (1998), que também contou com a contribuição de Giambiagi, e que foi escrito após as crises na Ásia, a questão da política cambial passa a ser abordada de forma direta. Com um ceticismo maior quanto ao atingimento das ousadas metas de crescimento das exportações, já se passa a discutir uma desvalorização significativa do câmbio. Essa mudança de perspectiva se deve provavelmente às crises que, assim como as latinas, começaram em países que vinham de políticas de valorização cambial que geraram redução da inflação, aumento do consumo e ingresso massivo de capitais externos. Com mais uma crise associada a essa política, o Brasil era visto com cada vez mais desconfiança. O governo contrargumentava que o déficit na conta corrente brasileira era por volta da metade dos países que foram epicentro dessas crises, e que planejava financiar boa parte do desequilíbrio externo dos próximos dois ou três anos com um extensivo programa de privatizações. O governo também contava com as contínuas modernizações na economia brasileira, aumentando sua produtividade e, conseqüentemente, sua competitividade no cenário internacional, melhorando a balança comercial. Os autores do relatório apontam o nível elevado de juros como consequência dos processos de estabilização com metas monetárias e de câmbio, levando a uma entrada maior de capitais externos. Também encaram o déficit comercial como resultado inevitável da estabilização que quisesse manter o nível de investimento aliado ao *boom* de consumo. Além disso, admitem que alta valorização cambial prejudicou a dinâmica das exportações e favoreceu as importações.

Os autores contavam com o programa de privatizações a fim de trazer fundos para equilíbrio das contas externas e maior confiança para realizar a desvalorização cambial, ao invés de financiar a sobrevalorização. Também contavam com a valorização relativa de moedas estrangeiras e a redução da inflação do setor de serviços em relação aos bens *tradables*, como havia acontecido na Argentina. Por tudo isso, ainda acreditavam que a manutenção da então política econômica se traduziria na recuperação da taxa de câmbio real ao longo dos anos seguintes.

Como citado no início do capítulo, Castro et. al. (1998) viram no governo uma mudança de postura e um início da desvalorização da taxa nominal do câmbio, mas que no entanto, até o final de 1997, havia sido insuficiente, ficando ainda 20% mais valorizada do que nas vésperas do Real. Os autores explicam essa falha através da paridade de juros domésticos com os internacionais, que impuseram um teto de desvalorização cambial para a manutenção da expectativa de rentabilidade de aplicações estrangeiras. Além disso, outras moedas importantes no cenário internacional, como o marco, o franco e o iene haviam se desvalorizado em relação ao dólar, apreciando relativamente o real. Diferentemente de Gustavo Franco, que negava essa valorização, mas que tinha a mesma visão sobre os juros altos.

Na conclusão do artigo, fazem o mesmo alerta de que desvalorizações cambiais poderiam acarretar em outros custos, como a inflação. Portanto, as desvalorizações deveriam ser acompanhadas de ajustes fiscais compensatórios. Concluem que a política da época era capaz de manter o equilíbrio na economia, contando com alguns fatores já citados, como o aumento das exportações e a verba arrecadada com privatizações, assim como seria necessário uma menor taxa de crescimento, mas sem recessão. Apontam portanto para a sustentabilidade da política macroeconômica. No entanto, admitem que a estratégia gerava dependência de capitais externos no médio prazo, e portanto possuía uma vulnerabilidade intrínseca ao mercado financeiro internacional, podendo acarretar em crises de liquidez e de confiança no regime cambial, um diagnóstico contrastante com o de Franco, algo que se tornava cada vez mais comum entre os economistas.

“A resposta da política cambial ao agravamento do desequilíbrio externo foi rápida. Já no início de 1995, o Banco Central adotou o sistema de bandas cambiais, realizando simultaneamente uma pequena desvalorização real do câmbio por meio de um deslocamento administrado da taxa de câmbio praticada no interior da banda. [...] Abdicar de uma taxa de câmbio nominal fixa não comprometeu a credibilidade e eficácia da âncora cambial” (Castro et. al., 1998)

### *3.4 O atrito com Arida e o isolamento de Franco*

“Sobre o atrito entre Pêrsio Arida e Gustavo Franco: “acho que houve, sim, mas acabou-se chegando a uma espécie de compromisso sobre o que fazer com o câmbio. Como se sabe, foi uma operação meio atabalhoada, até por falta de convicção sobre o que se estava fazendo,

e gerou aquele problema de março de 95 que machucou bastante o Pêrsio... A solução que resultou do compromisso entre as posições divergentes na equipe era muito estranha. A ideia era criar uma banda que iria ampliando-se de forma pré-anunciada, mas com forte intervenção dentro da banda. Era uma ideia meio esquisita. Na verdade, o Pêrsio e o Gustavo, que estavam na linha de frente, não conseguiram explicar ao mercado o que nós pretendíamos fazer. O mercado simplesmente não entendeu, percebeu logo a falta de convicção e aí gerou-se toda essa confusão.” (Lopes in Mantega e Rego, 1999, P.352)

Logo após as crises latinas, a equipe econômica discutia internamente ajustes na política econômica. Os dois principais nomes no debate foram Pêrsio Arida, que estava na presidência do BC, e Gustavo Franco, que a assumiria dois anos depois. Arida argumentava a favor de uma desvalorização do câmbio, que como visto, era considerado sobrevalorizado desde que atingira a casa dos oitenta centavos de real por dólar, no início do Real. Já Franco, como também visto, era contra essa ideia, admitindo apenas desvalorizações bem mais graduais, o que gerou uma combinação das duas propostas, apesar de Arida contar com uma maior simpatia dos colegas economistas.

“Acho que o objetivo era dar uma desvalorizada inicial de modo a atenuar a sobrevalorização para em seguida criar um regime novo. Eu diria que eu e o Pêrsio naquele momento defendíamos a ideia de se criar uma banda com um piso que envolvia um salto em relação à taxa de câmbio vigente, que era de R\$0,84 por dólar. A proposta era uma banda com piso em 0,93. O Gustavo tinha a percepção de que teria que ser uma transição muito mais gradual. Acho que daí surgiu o compromisso de se fazer uma banda que começava pequenininha e ia gradualmente sendo ampliada. O principal problema é que faltou convicção para explicar a proposta ao mercado. Faltou convicção porque o Pêrsio realmente não acreditava no que estávamos fazendo e ele não conseguia esconder isso. Qualquer regime em que você tenha convicção é melhor do que qualquer outro em que você não tenha convicção.” (Lopes in Mantega e Rego, 1999, P.352)

Lopes, como visto anteriormente, aponta para a importância não só política, mas também econômica, de se demonstrar convicção nas decisões tomadas. Com o conflito interno da equipe econômica e a dificuldade em passar confiança com uma proposta “híbrida”, a visão mais assertiva de Franco passou a ganhar mais espaço.

“a convicção (incorreta) sobre a conveniência da política cambial dentro do governo foi tão grande que, dali [1995] até o final de 1996,

apesar da elevadíssima taxa de juros real, fez-se um novo ciclo de valorização do câmbio real” (Serra in Mantega e Rego, 1999)

As críticas quanto a sobrevalorização cambial ganhavam força de um lado, enquanto o mercado parecia se acalmar com a manutenção da taxa. Tal política parecia se personificar cada vez mais em Gustavo Franco:

“Nesse contexto, podemos entender melhor onde se encaixa a sobrevalorização cambial, que longe de ser um mero acidente de percurso ou um desvario de um certo diretor do Banco Central, fez parte da estratégia de manter uma “espada de Dâmocles” sobre a cabeça dos produtores brasileiros. Gustavo Franco assumiu a mal-afamada sobrevalorização cambial como uma decisão de governo, tomada pelo núcleo duro da equipe econômica. Na verdade, é bastante improvável que um simples diretor do Banco Central tivesse a autoridade de adotar uma medida com tamanha repercussão sobre a economia brasileira, à revelia do Ministro da Fazenda, do Presidente do Banco Central e do Presidente da República. Na incerta missão de derrubar uma inflação crônica e resistente como a brasileira, valia tudo, na opinião desses economistas.” (Mantega e Rego, 1999, p.51)

Mantega e Rego indicam que a ideia da sobrevalorização origina-se de Gustavo Franco, ou que pelo menos é assumida por ele. Porém todos os participantes do núcleo duro da equipe econômica aceitaram e assumiram responsabilidades junto a ele no lançamento do Real. Quanto à concepção do Plano, é interessante notar que diversos economistas reduziam o papel “teórico” de Franco. Serra apontava Lara-Resende e Pêrsio Arida como principais responsáveis pela URV, junto a Francisco Lopes. Ambos Serra e Lopes enxergavam Franco como um contribuidor para o Real, mas principalmente no seu aspecto político, de articulação. Serra também afirma que Pêrsio Arida pensava como ele quanto à sobrevalorização cambial. Mercadante também reconhece uma tentativa de ajustar o câmbio na gestão Pêrsio Arida no BC, em 1995, quando era uma situação mais propícia, pois o setor privado não estava endividado em dólar como viria a estar. O petista também atribuía a política de sobrevalorização cambial a Gustavo Franco: “Eu acho que a linha mais ortodoxa neoliberal do governo é Gustavo Franco” (Mercadante in Mantega e Rego, 1999), enquanto Serra diz “A sobrevalorização cambial é uma medida neoliberal? Certamente não” (Serra in Mantega e Rego, 1999). Fato é que, apesar de afirmarem uma importância mais política de Franco, os autores também atribuíam a ele a teoria que sustentava a sobrevalorização. Fosse

porque Franco era o maior alvo político, fosse porque, no Plano Real, talvez, a política fosse até mais importante do que a teoria econômica. Franco não fugia dessas atribuições, mas defendia seu plano.

“Várias coisas ficaram por minha conta, mas sempre trabalhamos em equipe, de modo que todas as minhas decisões foram parte de um todo consistente, e, portanto, são responsabilidade coletiva. Nada foi feito individualmente. Ainda assim, para muita gente, tudo que o Real tinha de ruim era invenção minha, e o resto, a parte boa, foram os outros membros da equipe que fizeram, e tiveram seu pensamento desvirtuado (risos). Bem, a política cambial era um elemento importante da construção, que me coube conceber e executar, mas todos participaram, entenderam e concordaram. Acabei assumindo pessoalmente a responsabilidade e não tenho nenhum problema com isso. (Franco in Mantega e Rego, 1999, p.402)

A questão de autoria e responsabilidade sobre a política cambial para Franco não foge de outros diagnósticos, no entanto o economista argumenta que se atribuía a ele as partes negativas do Real. A coleção de adversários teóricos e políticos do economista era notável.

“Ele fez algumas baixarias que nenhum outro economista jamais fez na história do Brasil. Eu nunca vi um diretor do Banco Central, guardião da moeda, ir no comitê de candidato a presidente dizer que outro candidato ia dar confisco da poupança, como ele fez na campanha eleitoral de 1994. [...]”

[Gustavo Franco] foi no comitê do Fernando Henrique, como diretor do Banco Central, para toda a imprensa internacional, dizer que se o Lula ganhasse ia ter o confisco da poupança e nós íamos decretar a moratória da dívida externa” (Mercadante in Mantega e Rego, 1999, p.378)

A séria acusação de Mercadante demonstra esse clima nada amistoso. Pode-se pensar que fosse algo além do natural entre economistas da situação e da oposição. No entanto, não era apenas com os petistas que Franco se “chateava”:

“Acho que o trabalho foi muito bem-feito e a estabilização foi extremamanete bem-sucedida. Repito que acho uma tolice essa conversa de que tudo foi muito brilhante e que só a política cambial foi errada. É como dizer: “Puxa, vocês foram brilhantes em matar o leão, mas foi errado usar armas de fogo”. Ora, francamente. Isso só faz sentido como retórica política, discurso de oposição que tem que encontrar alguma coisa polêmica para ficar chateando. É o ofício da

oposição. E resolveram se pegar na política cambial: tanto a oposição de direita, o baronato paulista capitaneado pelo Delfim, quanto o PT. A crítica é política, e o objetivo é o poder, que vem por gravidade se alguma coisa dá errado, por qualquer razão que seja.” (Franco in Mantega e Rego, 1999, p.402)

Franco enxergava nessas críticas um teor muito mais político do que teórico. Essas críticas não vinham apenas da esquerda, mas também daqueles que teriam perdido privilégios com a abertura econômica e valorização cambial do Real. No entanto, Franco encontrava adversários até mesmo dentro do governo. Pode-se notar na citação a seguir uma farpa aos ministros do planejamento. Coincidentemente, ou não, Serra estava à frente do ministério do planejamento contemporaneamente à Franco na linha de frente da economia do governo. E, como visto, eram críticos um do outro.

“Como discurso ou como *hedge* político, a crítica à política cambial é uma postura natural da oposição que, inclusive, permite a esses senhores apresentarem-se como se fossem os detentores da “solução mágica”. Eles seriam os salvadores, os defensores da produção contra a especulação, os homens que possuem as chaves do crescimento. Há décadas os ministros do planejamento combatem os ministros da fazenda com esse mote. Mas o problema é que esse jogo não se ganha no terreno da retórica, pois nesse terreno a oposição sempre ganha: se as coisas dão errado, o crítico tinha razão, e se as coisas dão certo, foi porque os críticos foram ouvidos. Na vida real, todavia, o jogo é outro: a oposição só ganha se o plano der errado, não importa por que motivo, e isso não está acontecendo” (Franco in Mantega e Rego, 1999, p.403)

Com críticas vindas do PT, do PSDB, da própria equipe econômica, de economistas estrangeiros, entidades financeiras internacionais, etc. Franco estava bem isolado ao final de 1997. O ano de 1998 estava chegando, e com ele as eleições. O governo aprovava uma emenda constitucional que permitia a reeleição presidencial. O regime cambial continuaria sendo bancado até pelo menos o final daquele mandato. Talvez por convicção de FHC, ou talvez pelo que afirmava Lopes: o sucesso da âncora cambial seria o sucesso do Plano Real. E o sucesso do Plano Real, ainda como em 1994, como afirmava Bresser-Pereira, seria o sucesso de FHC. O PSDBista foi reeleito, novamente no primeiro turno, algo que não se repetiu até hoje [2021]. O regime cambial foi mudado no primeiro mês do novo mandato, e Franco renunciou à presidência do Banco Central.

## 4 Conclusão

Antes de uma maior reflexão e análise geral do debate estudado, vale uma breve recapitulação.

A política cambial do Plano Real se origina no sistema da URV, que por sua vez se inspira no Larida, a proposta de moeda indexada simultânea a fim de sanar a inflação inercial. Se por um lado Pêrsio Arida e André Lara-Resende podem ser considerados como seus principais precursores, coube a Gustavo Franco o protagonismo na concepção e execução do sistema cambial que regeria a economia brasileira a partir de 1994, ainda que com o entendimento e aceitação dos demais colegas da equipe econômica do Real, como ele mesmo disse. A política ficou praticamente personificada no autor, principalmente após as crises na América Latina.

Já de início, a visão de Franco diverge das de outros economistas sobre a questão da ancoragem da URV. Enquanto a maioria, talvez por simplicidade, considerava a URV indexada ao dólar, e assim já sendo a sua âncora, Franco argumentava que a URV era na verdade ajustada por um índice de inflação, e o câmbio era corrigido de acordo, não podendo ultrapassar um teto. Essa questão pode parecer um caso clássico de “ovo e galinha”, mas a ordem de causalidade importa, pelo menos no discurso, até porque as primeiras críticas à política cambial viriam de um receio de que a economia brasileira estaria se dolarizando, assim como diversas outras economias emergentes que passaram por processos hiperinflacionários fizeram. A submissão da gestão econômica à cotação do dólar poderia significar uma perda de soberania nacional, e inspirou propostas alternativas, como as de Batista Jr.

Quanto a esse ponto, é importante destacar também a rapidez com que o Plano Real foi teorizado e aplicado, dando pouco tempo para críticas e propostas alternativas como as de Batista Jr., que foram poucas e não encontraram respaldo político ou até mesmo um diálogo. O PT, que talvez contasse com a maior mobilização contrária ao grupo político ligado ao Plano, não conseguiu levar a público uma alternativa. Pelo contrário, em 1994 levou críticas que pouco comoveram uma população eufórica com o final da hiperinflação e seu novo poder de compra.

O caráter apressado do Plano não é negado nem mesmo pelos governistas da época, e também foi validado por outros economistas. O cenário era muito favorável



para que aquele programa de estabilização funcionasse, desde o âmbito externo, com a economia internacional mais aberta e aquecida, ao interno, com um governo interino e uma ânsia popular de solucionar o problema o mais cedo possível. Foi dado todo o respaldo necessário para uma equipe econômica baseada naquela do Plano Cruzado, que já tinha uma proposta pronta para ser adaptada a um contexto novo e mais favorável. No entanto, as críticas iniciais também discutiam a originalidade do Real. Não quanto à URV, que é amplamente aceita como uma das boas e originais ideias da economia brasileira. Mas a gestão da economia estabilizada foi considerada por diversos autores como mais uma seguidora do Consenso de Washington. De fato, ao considerar-se um plano de estabilização baseado na abertura comercial, austeridade fiscal, privatizações e âncora cambial financiada por capitais estrangeiros, ele se assemelha aos planos de diversos países emergentes da época. Algo que alguns economistas, como Bresser-Pereira, consideraram como favorecimento do estrangeiro em detrimento do nacional.

Quanto à abertura comercial, há um certo consenso de que ela foi iniciada no Governo Collor, e intensificada no Real. Foi considerada como principal aspecto do Plano por Franco e Barros de Castro, mas com avaliações essencialmente opostas. Para Franco, a abertura era a chegada do futuro ao Brasil, da tecnologia, da produtividade, do crescimento, da estabilidade e da maior igualdade; enquanto para Castro, a abertura se tratava de uma concorrência desleal para os produtores internos, a fim de segurar os preços, enquanto se desequilibrava gravemente a balança comercial, exigindo cada vez mais capitais externos e, para isso, juros cada vez mais altos, prejudicando ainda mais os investimentos, o nível do produto e da renda. Castro fazia essa crítica já antes da mudança da moeda. Franco atribuiu essa oposição a Delfim Netto e a “elite paulista”, além dos saudosistas do modelo de substituição de importações, que teriam algum interesse na economia fechada e seus vícios. No entanto, com as crises do México e da Argentina, já no mesmo ano de nascimento do Real, a balança de pagamentos brasileira começou a se deteriorar, ligando um sinal de alerta para alguns economistas.

Alguns deles, como Sayad, ponderavam que o Plano Real era o possível, e até mesmo o necessário para aquele tempo, mas que suas bases eram insustentáveis, pois dependiam do cenário externo favorável para a manutenção da política cambial sem a quebra da balança de pagamentos do país. As crises latinas não poderiam ser encaradas como exceções, que se repetiriam somente após décadas. Diagnóstico que veio a se

confirmar. Seria necessário rever o regime cambial e o nível da taxa, a fim de manter a nova estabilidade encontrada pela economia brasileira.

O nível da taxa, aliás, passou a ser o maior foco das críticas à política cambial, pois era considerada sobrevalorizada. Diversos economistas viam virtudes na abertura econômica, e alguns ainda defendiam o regime de câmbio fixo por entendê-lo como uma importante âncora da inflação, mas ficava cada vez mais consensual que a sobrevalorização tornara essas potenciais virtudes em agravantes do problema da balança de pagamentos.

Talvez a visão mais simbólica nesse sentido seja a de José Serra. Defensor da abertura econômica, da austeridade fiscal e das privatizações, o governista lamentava especialmente o câmbio sobrevalorizado, argumentando que a economia brasileira e todos esses programas ficavam em função de financiá-lo. Serra aliás quebra uma forte tendência do governo de não criticar sua gestão econômica publicamente. Até mesmo aqueles que admitiam uma sobrevalorização do câmbio não a apontavam como erro, mas sim um ajuste a ser feito, com cuidado, é verdade, a fim de não provocar uma nova onda inflacionária.

A questão da confiança é muito presente no debate econômico e era muito presada pelos governistas. A concepção de que havia sido cometido um erro poderia comprometer toda a economia brasileira. Não era de se considerar um exagero, dado os cenários cada vez mais comuns de fuga de capitais no mundo. No entanto, a manutenção da política com ajustes incipientes estava levando o Brasil para o mesmo caminho, e esse diagnóstico passou a ser praticamente consensual após mais uma crise em países emergentes com políticas similares, dessa vez na Ásia, e logo depois seria na Rússia. A vez do Brasil estava chegando, a questão era quando.

O principal opositor a essa visão era Franco, que se mantinha a favor não só do regime cambial, mas também do seu nível. Para ele, o Brasil sobrevivera às crises pois estava fortalecido e equilibrado, e não o contrário. Esse posicionamento foi ficando cada vez mais solitário ao longo do tempo e dos duros golpes sofridos pela economia brasileira. Já após as crises do México e da Argentina, Pêrsio Arida defendia a desvalorização cambial, e entrou em atrito com Franco. O resultado foi um ajuste considerado “sem convicção” por Lopes, por ser um meio termo desagradável para ambos. No final, Franco acabou continuando e ascendendo na gestão econômica, enquanto Arida retirou-se. Se o governo antes não passou confiança por falta de

convicção, agora ele tinha seu mais assertivo membro a sua frente, e lá ele ficaria até a reeleição e troca do mandato, mantendo e defendendo a política que, praticamente para todos os outros estudados, estava em seu limite. No primeiro mês do novo mandato, o regime é mudado, e Franco despede-se da gestão econômica.

Caracterizando brevemente a evolução do debate estudado, tem-se algumas fases. A primeira, durante o período de aplicação do Plano, viu as críticas se concentrarem na questão da soberania nacional, por parte de autores como Batista Jr. e Fiori, com receio quanto à dolarização, mas com poucas alternativas propostas, até pelo curto espaço de tempo em que foi aplicado. Esse debate não perdurou ao longo do período, até por não encontrar diálogo com a equipe econômica, e talvez por um foco maior nas consequências de uma política cambial fixa. A questão da originalidade do Plano, salvo a URV, também não contou com muito retorno. Franco reduziu essas críticas à tática da oposição de atribuí-las ao Consenso de Washington e ao neoliberalismo, “cuja função parece ser e de servir como referencial negativo para imaginações nacionalistas mal-humoradas, um xingamento dirigido aos que se inserem e contribuem para ‘isso que aí está’”, enquanto Lara-Resende também foi sucinto: “Dizer que o lastro em moeda estrangeira para a moeda nacional fere a soberania nacional é uma bobagem a toda prova”. No entanto, também nesse primeiro momento, alguns autores já faziam críticas que seriam temas ao longo de todo o período, como Barros de Castro, que já apontava para a questão da balança comercial: “Afinal, estamos diante de um plano pouco equipado no que toca ao controle da demanda, e hiperdotado quanto à capacidade de promover a ampliação das importações.”, e Sayad, que se preocupava com a sustentação do regime, que fora adotado em um cenário muito favorável, o que acreditava ser exceção nas economias capitalistas.

Assim, chegamos ao principal ponto de inflexão do debate, as crises latinas, que nos leva a sua segunda fase, onde as críticas e defesas amadurecem e passam a ter um foco, até pela visível situação desconfortável da balança externa e dos exemplos ilustrativos que vinham aparecendo nos vizinhos: o foco na sobrevalorização, na excessiva abertura econômica e no próprio regime cambial. Agora já com um pequeno reconhecimento dos governistas, à exceção de Franco, mas com discursos geralmente defensivos e pouco concessivos. Com a chegada das crises da Ásia, as críticas passam a ser mais intensas e alarmantes, enquanto as defesas concedem cada vez mais, com Gustavo Franco sendo o último importante defensor do regime.

Não foi intenção deste estudo, nem mesmo a ele cabe avaliar as teorias e argumentos dos autores à luz dos acontecimentos posteriores, até porque isso não seria justo com aqueles que expuseram seus pontos de vista na época. Mas vale ressaltar a convergência das narrativas, das explicações e projeções dadas pelos economistas da época. Em tons mais críticos, alarmistas ou brandos, a principal questão posta foi a mesma: a sobrevalorização cambial. Evidentemente que a oposição a apontaria como desastre, e a situação como um pequeno ajuste. A exceção ficou por conta de Serra, que mesmo sendo parte do governo, fez fortes críticas a esse aspecto.

Também vale notar que grande parcela dos economistas estudados tinham algum lado político explícito, alguns mais, outros menos alinhados a FHC. Muito mais do que um debate no campo teórico da economia, tratou-se de um debate político, que possui especificidades diferentes. Ao contrário do debate com intenções (teoricamente) construtivas da ciência, onde teses e antíteses convivem e se alimentam, o debate sobre o regime cambial do Real foi um verdadeiro terreno de disputa, com um país inteiro em jogo. É de se perceber esse enorme impacto quando Lopes relata que, por aparentarem não ter convicção em sua estratégia, Franco e Arida provocaram desconfiança no mercado, e isso ocasionou efeitos negativos reais na economia brasileira.

O sucesso do Plano Real já era visto como grande ativo nas eleições em 1994. O mesmo pode ser dito para as de 1998, que viu o último ano cheio do câmbio fixo. FHC foi eleito no primeiro turno nas duas eleições. A manutenção da imagem bem-sucedida do Real, ao menos entre a população, pode ter sido decisiva para um resultado tão expressivo. E o papel de Franco, como assertivo e confiante defensor da política vigente, foi importante na proteção de sua imagem, frente a críticas agressivas dos adversários políticos. Lopes deu uma importante dica em sua entrevista para Mantega e Rego, quando afirmou que o melhor regime é aquele em que se tem convicção, mesmo que outros sejam teoricamente melhores. Enquanto foi possível (ou talvez preciso, ou conveniente), foi mantido o último grande defensor da política cambial e do seu nível, garantindo a melhor performance possível no curto prazo até as eleições. No novo mandato, buscou-se novas convicções.

## Referências Bibliográficas

ALÉM, Ana Cláudia; GIAMBIAGI, Fabio; PASTORIZA, Florinda Antelo. Cenário macroeconômico: 1997-2002. *Textos para discussão n.56. BNDES*, 1997.

ARIDA, Pérsio; LARA-RESENDE, André. Inertial inflation and monetary reform in Brazil. *Texto para discussão*, 1984.

ARIDA, Pérsio. Essays on Brazilian stabilization programs. (Doctoral dissertation, Massachusetts Institute of Technology), 1992.

BATISTA JR., Paulo Nogueira. Estabilização com Lastro Nacional. *Conjuntura Econômica*, v.47, n.5, maio, 1993a.

BATISTA JR., Paulo Nogueira. Uma Alternativa à Dolarização. *Indicadores Econômicos*, v. 21, n. 2. Secretaria do Planejamento e da Administração, Porto Alegre, agosto, 1993b.

BATISTA JR., Paulo Nogueira. Dolarização, Âncora Cambial e Reservas Internacionais. *Revista de Economia Política*, v. 13, n. 3, jul-set, 1993c.

BATISTA JR., Paulo Nogueira. A Armadilha da Dolarização. *Estudos Econômicos*, IPE-USP, v. 23, n. 3, set-dez. 1993d.

BATISTA JR., Paulo Nogueira. O Plano Real à luz da experiência mexicana e argentina. *Estudos Avançados*, v.10, n. 28, p.127-197, 1996.

BATISTA JR., Paulo Nogueira. Mitos da "globalização". *Estudos Avançados*, v. 12, n. 32, p.125-186, 1998.

BIIDERMAN, Ciro; COZAC, Luis Felipe L; REGO, José Márcio. *Conversas com Economistas Brasileiros*. São Paulo: Editora 34, 1996.

BRESSER-PEREIRA, Luis Carlos. A economia e a política do Plano Real. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 14, n. 4. p.129-149, 1994.

CASTRO, Antonio Barros de. Armadilhas da estabilização. *Folha de S. Paulo*, 30 de abril de 1994a. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/1994/4/30/painel/1.html>, acesso em 25/07/2021.

CASTRO, Antonio Barros de. Propostas estão longe da polêmica atual. *Folha de S. Paulo*, 25 de setembro de 1994b. Disponível em: [https://www1.folha.uol.com.br/fsp/1994/9/25/caderno\\_especial/31.html](https://www1.folha.uol.com.br/fsp/1994/9/25/caderno_especial/31.html), acesso em 25/07/2021.

CASTRO, Alexandre Samy de; CAVALCANTI, Maria Alice Ferreira Deschamps; REIS, Eustáquio José; GIAMBIAGI, Fabio. A sustentabilidade do endividamento externo brasileiro. *Texto para Discussão*, n. 602. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), 1998.

DIAS, Otávio. Para economista, volta da inflação é iminente. *Folha de S. Paulo*, 17 de abril de 1995. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/1995/4/17/brasil/4.html>, acesso em 25/07/2021.

EICHENGREEN, Barry. *International monetary arrangements for the 21st century*. Brookings Institution Press, 1994.

EICHENGREEN, Barry. *Globalizing capital*. Princeton University Press, 1996.

FIORI, José Luís. Os moedeiros falsos. *Folha de S. Paulo*, 3 de julho de 1994. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/1994/7/03/mais!/10.html>, acesso em: 25/07/2021.

FRANCO, Gustavo H. B. The Real Plan. *Texto para discussão*, n. 346. Departamento de economia PUC-RJ. Editora 34, 1996.

FRANCO, Gustavo H. B. A inserção externa e o desenvolvimento. *Revista de economia política*, v. 18, n. 3, p.71, 1998.

GIAMBIAGI, Fabio. A Condição de Estabilidade da Relação Passivo Externo Líquido Ampliado/PIB: cálculo do requisito de aumento das exportações no Brasil. *Revista do BNDES*, v. 4, n. 8, p.101-118, 1997.

GIAMBIAGI, Fabio; Reis, Eustáquio José., CAVALCANTI, Maria Alice Ferreira Deschamps; CASTRO, Alexandre Samy de. O balanço de pagamentos e o passivo externo do Brasil: perspectivas de médio prazo. *Pesquisa e Planejamento Econômico* v. 28, n. 3, 1998.

GOMES, Ciro; UNGER, Roberto Mangabeira. *O próximo passo: uma alternativa prática ao neoliberalismo*. Rio de Janeiro: Topbooks, 1996.

LARA-RESENDE, André. A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial. *Texto para discussão*, n.75, Departamento de Economia, PUC-Rio, 1984.

LARA-RESENDE, André; AMADEO, Adward J; PASTORE, Affonso Celso; PINOTTI, Maria Cristina; SAYAD, João; BRESSER-PEREIRA, Luis Carlos. O México e o câmbio. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 15, n. 2, 1995.

MANTEGA, Guido; REGO, José Márcio. *Conversas com economistas brasileiros II*, (Vol. 2). São Paulo: Editora 34, 1999.

SACHS, Jeffrey D; TORNELL, Aaron; VELASCO, Andres.. Financial crises in emerging markets: the lessons from 1995, 1995.

SANTOS, Francisco. Barros de Castro defende a desvalorização. *Folha de S. Paulo*, 26 de novembro de 1995. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/1995/11/26/brasil/17.html>, acesso em 25/07/2021.

SAYAD, João. Observações sobre o plano Real. *Estudos Econômicos* (São Paulo), v. 25(Especial), p.7-24, 1995.

TAVARES, Maria da Conceição; FIORI, José Luís. *(Des)ajuste Global e Modernização Conservadora*. São Paulo: Editora Paz e Terra, 1993.