

Barbara Fritz*

➤ **Tentativas de estabilização e crescimento por via da dívida externa: a economia brasileira de quatro décadas**

1. Introdução: a política econômica no dilema entre o soberano econômico e o soberano político

Indo contra o modelo liberal, que pressupõe a harmonia dos interesses de todos os atores econômicos num mercado em pleno funcionamento, o pensamento keynesiano entende que o sistema econômico se explica muito mais por hierarquias e escassez. Especialmente a linha do keynesianismo monetário confere uma ênfase especial à dominância da esfera monetária e financeira sobre a esfera dos bens reais e dos fatores de produção.¹

O que há de mais escasso em uma economia de mercado que funciona de forma mais ou menos regular (isto é, que nem é marcada por uma economia de guerra nem por escassez de um bem essencial) é o dinheiro. Assim, o agente-chave e soberano da economia é o dono de um portfólio de riqueza organizado de acordo com a sua preferência de liquidez e propensão de risco. Esse agente decide se o dinheiro será guardado ou gasto e especialmente quanto será oferecido em forma de empréstimos como base de ampliação da produção via investimentos.

Em um mundo com diversas moedas em circulação, o dono das riquezas (seja ele um proprietário de riqueza líquida ou um intermediário, como um banco ou outro tipo de empresa em qualquer parte do mundo) pode investir em ativos financeiros ou reais. Além disso, pode, dentro da categoria dos ativos financeiros, escolher entre a moeda nacional ou outra moeda-chave no nível internacional (como o dólar norte-americano, o euro, o iene). Depende-se, então, basicamente da disponibilidade dos donos de riqueza em investir em ativos financeiros em moeda nacional por médio ou longo prazo; são eles, assim, que têm o poder de definir o nível de investimentos e com isto de ocupação e de emprego na economia nacional. Esta disponibilidade depende, num primeiro momento, da qualidade da moeda nacional, ou seja, de sua estabilidade interna e externa, que se traduz em um nível de preços e em uma taxa de câmbio estáveis ao mesmo tempo.

* Doutora em Economia pela Universidade Livre de Berlim; pesquisadora do Instituto de Estudos Ibero-americanos de Hamburgo. Diversas publicações sobre os problemas macroeconômicos do Brasil e da América Latina, com foco em regimes monetários e cambiais, políticas de estabilização e desenvolvimento, dívida externa e sistema financeiro internacional. Correio eletrônico: fritz@iik.duei.de. Internet: [|<www.duei.de/iik/fritz>](http://www.duei.de/iik/fritz).

¹ Ver, entre outros, Herr/Priewe (2001); Nitsch (1992 e 1995); Riese (2004); Schelkle (1994).

Dessa forma, a política econômica tem que responder aos requerimentos dos donos de riqueza. Como eles sempre podem ameaçar com a fuga de seu capital (quer seja para bens reais dentro do país, quer seja para uma moeda estrangeira), eles exercem forte pressão por uma política econômica ortodoxa, que visa basicamente à estabilidade monetária. De outro lado, em sociedades democráticas, onde a questão da legitimidade de um governo depende não somente de uma elite restrita, mas, de alguma forma, do povo, o soberano político exerce pressão para uma política econômica orientada para a redistribuição da renda e para políticas de inclusão econômica e social. O poder do soberano político é formalmente explicitado em democracias modernas de massas com eleições livres e regulares, que dão voto igual para todos os cidadãos. Não obstante, até mesmo regimes autoritários dependem, em certa medida, de alguma legitimidade junto à população no campo econômico, para assim evitar uma resistência capaz de conduzir a uma mudança nas relações de poder.

Todas as sociedades modernas são marcadas por este dilema fundamental entre o soberano econômico e o político, e as formas de mediar o conflito entre os interesses opostos foram as mais diversificadas no correr do tempo e nos diferentes sistemas socioeconômicos. Em países em desenvolvimento como o Brasil, este dilema se mostra de forma extremamente aguda. Do lado econômico, a moeda brasileira, desde sua criação após a Independência Nacional, mostrou ter dificuldades em competir com as moedas das economias mais avançadas, que já estavam estabelecidas internacionalmente. Assim, a alternativa de mudança para outras moedas sempre foi bastante atraente.

Ao mesmo tempo, dadas as imensas desigualdades econômicas, a maioria dos eleitores tende a votar em favor de uma política de redistribuição de renda (ressalte-se que existem concepções bastante diversas de redistribuição da renda, sem que as intenções eleitorais obrigatoriamente se realizem posteriormente). As desigualdades econômicas também se traduzem em disposições duradouras, que os estruturalistas latino-americanos costumam chamar de “heterogeneidade estrutural”. Isto é, a coexistência de segmentos sociais velhos e novos, ricos e pobres, formas de produção com níveis de tecnologia muito diversos etc. constitui uma hierarquia precária e conflituosa de dominação e de poder entre os grupos e classes sociais e de modos de produção e de reprodução distintos e interligados. Para uma economia monetarizada, isso significa um acréscimo adicional no prêmio de risco, refletido em um “estado de confiança” (no sentido keynesiano) mais instável, uma potencial pressão inflacionária e um governo fragilizado e com problemas fiscais e de controle da taxa de câmbio exterior. Assim, para economias periféricas como o Brasil, o grande problema é a limitada geração de renda e emprego pelo mercado, o que leva a uma coexistência com outras formas de produção. Estas aparecem como meio de subsistência ou como um substituto da falta de dinâmica de mercado já que, para evitar uma fuga de capital, a política monetária tem que compensar a falta de qualidade da moeda nacional com um nível de juros expressivamente alto. Mesmo assim, o problema crônico deste tipo de economia é a escassez de divisas e um desequilíbrio mais ou menos crônico da balança de pagamentos.

Premida pelo soberano político, de um lado, e pela marcada desigualdade e fragilidade da economia em geral e da moeda em especial, do outro, a política econômica encontra dificuldades extremas de satisfazer pelo menos parcialmente estas múltiplas demandas. Este conflito de interesses se traduz em um dilema entre estabilidade monetária e desenvolvimento, este entendido como taxas altas e sustentadas de crescimento. O que se pode

observar tipicamente nestes países é um movimento de pêndulo, onde a política oscila, ao correr to tempo, entre uma política marcadamente ortodoxa e uma política econômica mais voltada para o fim da injustiça social, a qual pode incluir traços populistas.

Outra tentativa de conviver com este dilema profundo, além e independentemente do movimento de pêndulo, é a acumulação de débitos em moeda externa. Importar capital internacional em forma de dívida externa, seja na forma de créditos, de investimentos financeiros ou de investimentos diretos, possibilita, ao menos num primeiro momento, esticar o limite de produção e emprego imposto pela disponibilidade dos donos de riqueza nacionais. Isto pode ser feito tanto por uma política ortodoxa, orientada para um modelo de integração liberal no mercado internacional, como também por um modelo de desenvolvimento protecionista, orientado mais para o mercado interno.

O problema desta estratégia de crescimento via endividamento externo é que não existe nenhum automatismo capaz de traduzir débitos externos em maior competência no mercado internacional, expressa por uma balança comercial positiva.² Ao contrário, caso não forem tomadas medidas que contrabalançam este efeito, o crescimento via dívida externa se faz acompanhar, muitas vezes, do aprofundamento de um déficit na balança comercial. Sob estas condições, a acumulação de dívida externa sempre traz consigo a necessidade de garantir uma contínua importação de novo capital internacional. Caso contrário, o país entra em problemas de solvência. O não cumprimento do serviço da dívida externa causa sanções das mais severas³, fato que obriga a adoção de uma política econômica que priorize a geração de divisas para o pagamento da dívida às custas do mercado interno.

Neste sentido, será apresentada em seguida uma interpretação do desenvolvimento do Brasil desde o golpe militar em 1964 até hoje, partindo-se do dilema entre os interesses dos soberanos econômicos e políticos e as conseqüências desastrosas da solução deste problema através de um crescimento via endividamento. O que aparece aqui como algo bastante específico do caso brasileiro é o papel do Estado, que figura como um ator muito ativo e forte na mediação deste dilema fundamental e, ao mesmo tempo, como um ator extremamente frágil e debilitado pelos custos desta mediação, o que leva a uma redistribuição negativa da renda e, em última instância, ao aprofundamento do dilema em tela. Outro objetivo do presente trabalho é dar conta do debate bastante controverso entre os economistas brasileiros das distintas vertentes e suas interpretações dos fatos econômicos.

2. O período militar: crescimento alto promovido por um Estado ativo, protecionista e crescentemente devedor

O lado econômico do golpe militar brasileiro representa, de certa maneira, um caso peculiar, já que trouxe um aprofundamento de uma estratégia protecionista voltada para

² Ainda que seja possível importar tecnologia mais alta via dívida externa, o efeito-preço da importação de capital leva *cet. par.* a uma valorização da taxa de câmbio e encarece os produtos nacionais no mercado mundial, reduzindo desta maneira a competitividade nacional. A desvalorização da moeda para fins de recomposição do nível de competitividade enfrenta a dificuldade de encarecer o custo, medido em moeda nacional, do serviço da dívida externa para os devedores internos, levando eventualmente à bancarrota do sistema financeiro.

³ O caso da Argentina atual é bastante ilustrativo dos efeitos de uma crise de solvência externa e moratória.

o mercado interno. Com efeito, o caso brasileiro é oposto praticamente a todas as demais tomadas de poder por militares na América Latina ao longo da década posterior ao golpe no Brasil, as quais trouxeram consigo uma inflexão radical da política econômica, que passou, então, a se basear na integração liberal da economia ao contexto internacional. Os casos mais conhecidos são Chile, Argentina e Uruguai. Isto não quer dizer que os militares brasileiros – e ao lado destes, os economistas que definiram a política econômica desta época – não foram em princípio ortodoxos. O que pode explicar a posição que assumiram é o fato de que, nos anos sessenta, o monetarismo friedmaniano ainda não havia conquistado as cabeças. A linha teórica prevalecente no âmbito internacional ainda era o keynesianismo, com sua tradução especial pela CEPAL para o caso da América Latina, na forma da política de industrialização via substituição de importações (ISI).

Mesmo assim, o aprofundamento do processo de ISI pelo governo militar brasileiro trouxe consigo mudanças fundamentais. Substituiu-se o “nacionalismo econômico” da época do pacto nacional de Getúlio Vargas por um Estado desenvolvimentista “autoritário-moderno” (Pereira 1996: 37). A expressão mais nítida desta mudança foi a repressão dos sindicatos e das demandas salariais dos trabalhadores. O instrumento decisivo para esta repressão foi a indexação dos salários nominais, que abriu um vasto espaço para o Estado autoritário usar intensamente a política de renda como instrumento da estabilização monetária, repondo repetidamente apenas uma parte das perdas inflacionárias e, com isto, corroendo o nível de salário real e baixando o nível inflacionário.⁴

As conseqüências da política de ISI sobre a distribuição de renda do país foram tema de um acirrado debate ao longo dos anos 70.⁵ De um lado, os autores do *mainstream* ortodoxo indicavam como causa principal da crescente concentração de renda os efeitos distorcidos da política de ISI, que interferia pesadamente no mercado. De fato, a política protecionista, com a sobrevalorização da moeda nacional frente ao exterior, associada à política de subsidiar a importação de bens de capital, favoreceu o uso de tecnologias intensivas em capital em vez de trabalho, levando assim a uma criação insuficiente de emprego. Estes autores enfatizam também a correlação entre a crescente concentração de renda e a continuada inflação, que causou severas perdas de poder de compra especialmente entre os assalariados de menor nível de renda (Franco 1998: 61; Meier 1989: 303). Em oposição a esta visão, defensores do conceito de dependência, cujo programa é explicitamente delinear as especificidades do processo latino-americano de industrialização tardia, explicam o *bias* anti-redistributivo da política de ISI sobretudo através da modernização social incompleta. Esta, entre outros, reforçou o fluxo migratório para as cidades e com isto pressionou o nível salarial urbano. Além disto, seguindo a argumentação de Baltar/Dedecca/Henrique (1996: 88ss.), a regulamentação pública somente parcial levou à reprodução da heterogeneidade estrutural também dentro do núcleo moderno da economia monetizada, tendo o setor informal da economia, em suas inúmeras expressões, uma função basicamente complementar.

⁴ Como conseqüência desta política de rendas em função da estabilização monetária, o índice de Gini (que representa uma distribuição absolutamente igual com o valor de 0 e uma absolutamente desigual com o valor de 1) cresceu, segundo Fishlow (1973: 94), no período de forma explosiva, de 0,49 em 1960 para 0,56 em 1970. Ver também Resende (1990: 21ss.); Medeiros (1993).

⁵ Para um *survey* deste debate, ver Bacha/Taylor (1980).

A repressão salarial e a redistribuição regressiva da renda, ao lado de uma política de relativa estabilização monetária e fiscal dentro do PAEG (Programa de Ação Econômica) dos governos Castelo Branco e seguintes tornaram-se, assim, condição necessária para o modelo de acumulação brasileiro (Tavares/Serra 1972: 157ss.). As altíssimas taxas de crescimento, especialmente durante o chamado milagre econômico,⁶ explicam-se então por uma volta da confiança dos donos de riqueza, que vêem suas expectativas de lucros aumentando substancialmente, levando a um surto de investimentos, financiado basicamente pelos lucros empresariais que cresceram graças à redução dos salários. O *boom* de investimentos do “milagre” foi apoiado firmemente por créditos públicos internos e externos. Enquanto isso, a participação dos créditos internos privados ficou muito modesta⁷, refletindo uma confiança ainda bastante limitada na moeda nacional, apesar de uma redução substancial das taxas inflacionárias e de uma política fiscal que produzia superávits seguidos.

Esta tendência se aprofundou a partir de 1973, quando as condições internacionais mudaram drasticamente, produzindo um nível de inflação internacional mais alto, junto a taxas de juros reais muito baixas. Esta constelação, marcada pela crise conjuntural nos países industrializados e pelo súbito aumento dos preços do petróleo, produziu uma oferta muito grande de créditos bancários internacionais para os países em desenvolvimento. Para manter o ritmo de crescimento, o Estado desenvolvimentista autoritário optou por uma intensificação da ISI via pesados investimentos estatais, financiados outra vez por créditos públicos, mas também fortemente pelo endividamento externo. Como resultado, o déficit público e, principalmente, a dívida externa aumentaram significativamente até o final dos anos setenta, tornando a balança comercial altamente deficitária e lançando, assim, as bases da prolongada crise da dívida externa dos anos oitenta.

Ainda assim, a manutenção de altas taxas de crescimento durante várias décadas resultou, ao lado da persistência da distribuição desigual da renda, em uma renda média *per capita* relativamente elevada e um grau de ocupação bastante alto, especialmente nos centros urbanos.⁸ Do ponto de vista heterodoxo, o Brasil de 1980 se tornou um caso exemplar de “fordismo periférico” (Hurtienne 1986: 98ss.), cujo problema central seria o desequilíbrio entre um rápido processo de modernização industrial, junto a um atraso na transformação das estruturas socioeconômicas, justificado basicamente pela falta de regulamentação pública.

Deste ponto de vista, o processo de redemocratização dos anos oitenta trouxe a esperança de uma melhoria definitiva também no campo econômico, esperança esta que se mostrou profundamente frustrada. O Brasil até hoje não voltou a ter um nível de ocupação comparável com o do final da época da ISI e a distribuição iníqua da renda se

⁶ Entre 1967 e 1973 o crescimento anual médio foi de 10,19%.

⁷ Cerca de metade dos investimentos desta fase é financiada por lucros próprios, aproximadamente um terço por créditos externos e o restante, basicamente, por créditos públicos. Somente 2% dos investimentos totais são financiados por bancos privados do país (Suzigan/Pereira/Almeida 1974: 280ss.).

⁸ Segundo o critério da renda *per capita*, o Brasil pertencia em finais dos anos setenta ao grupo mais alto dos países com renda média (critérios do Banco Mundial; ver Cardoso/Fishlow 1988: 145). Somente durante os anos setenta, o número de assalariados aumentou de 16 para 28,7 milhões de pessoas, de maneira que no final desta fase aproximadamente 60% de todas as famílias urbanas foram consideradas como integradas, pelo menos parcialmente, ao mercado de bens duráveis (Hurtienne 1985: 55s.).

aprofundou marcadamente durante a “década perdida” da crise da dívida externa dos anos oitenta. Apesar da leve melhora devido à estabilização monetária, a distribuição de renda voltou a piorar outra vez com a crise da dívida externa dos anos noventa. O recurso ao financiamento externo, por mais fácil e atraente que esta opção pudesse parecer durante os anos setenta, possibilitou durante um período limitado responder aos interesses dos donos de riqueza e, ao mesmo tempo, do soberano político, mesmo que sob condições autoritárias e de forma claramente limitada, em termos de inclusão no mercado de trabalho do setor moderno. Contudo, foi exatamente o recurso a este instrumento de estender o *constraint* externo que deixou para economia brasileira uma herança que arrasta suas conseqüências profundas até os dias de hoje, restringindo severamente o grau de liberdade da política econômica nacional.

3. A prolongada crise da dívida externa com o bloqueio do mercado financeiro internacional, o surgimento do soberano político e o impasse da estabilização monetária entre ortodoxia e heterodoxia

Ainda que a política da ISI tenha sido capaz de aliviar por algumas décadas o dilema entre estabilidade monetária e desenvolvimento, seu fracasso ficou demonstrado na explosão da crise da dívida externa a partir do começo dos anos oitenta. Esta crise, por uma série de razões, se traduziu simultaneamente em uma crise monetária e fiscal do Estado brasileiro, resultando em níveis de inflação e de déficits públicos crescentes. A acumulação da crise da dívida e do padrão monetário e fiscal se estendeu até meados dos anos noventa, quando o mercado financeiro internacional começou a se abrir outra vez para as necessidades de um novo financiamento para o Brasil.

As mudanças políticas que vieram junto com a abertura política cederam um espaço significativo para o soberano político. Com a redemocratização veio à tona a demanda de saldar a dívida social acumulada durante o período militar, aguçada ainda pelos anos de crise profunda e pela redistribuição de renda regressiva do começo dos anos oitenta. Isto predefiniu, entre outras, as formas acessíveis e realizáveis de estabilização monetária da economia.

Dois modelos de combate à inflação estavam, em princípio, disponíveis: o modelo padrão ortodoxo e o modelo heterodoxo. Estes se diferenciavam sobretudo por suas conseqüências para o crescimento econômico de curto e médio prazo, o que pesava muito no ambiente político de redemocratização. Elementos destes dois modelos marcaram todos os planos de estabilização, desde o primeiro, sumamente heterodoxo, o Plano Cruzado de 1986, até o último, que detinha tanto elementos heterodoxos como ortodoxos e que finalmente terminou com o problema da inflação no Brasil, o Plano Real.

O modelo ortodoxo baseia-se na concepção friedmaniana de uma demanda monetária estável no longo prazo, a qual exige uma oferta monetária constante, a ser ajustada somente ao crescimento real da economia e aos hábitos de pagamento. Contra uma elevação do nível de preços, deve-se reagir com uma restrição da oferta monetária, via de regra por meio de uma elevação da taxa de juros. Uma vez que, neste modelo, o processo inflacionário é quase sempre considerado uma conseqüência do déficit público, a execução de uma política fiscal restritiva assume uma importância fundamental, junto a uma maxidesvalorização para ajustar a taxa de câmbio. A conseqüência obrigatória é uma contração

forte da economia no curto prazo, a qual nem mesmo os defensores do modelo negam; apenas argumentam que estas perdas seriam mais que compensadas a longo prazo.

Nos anos oitenta, uma série de economistas latino-americanos rejeitou o modelo originário dos países industrializados, argumentando que este não dava conta, em diferentes aspectos, das peculiaridades das economias da América Latina. A argumentação se baseava no seguinte raciocínio: o modelo ortodoxo não considera as especificidades da constituição monetária da estratégia de substituição de importações, a qual não objetivava a estabilidade de preços, mas sim uma indução estatal do processo de desenvolvimento. Esta concepção tampouco capta o fato de que, nos anos 90, os desequilíbrios já há muito haviam passado a ser de natureza estrutural; os déficits fiscais e em conta corrente não podem ser eliminados a curto prazo, exigem reformas profundas, as quais, por sua vez, demandam tempo. Diante do pano de fundo de uma longa e continuada deterioração da capacidade de funcionamento do conjunto das economias latino-americanas, tornar-se-ia necessário um novo tipo de estabilização (Fanelli/Frenkel/Rozenwurcel 1994: 108ss.).

O ataque definitivo ao modelo de estabilização ortodoxo foi desferido nos anos 80 por parte da heterodoxia latino-americana. Esta sistematizou as condições específicas de uma inflação crônica⁹ e os resultados da estagflação para o mercado. O fenômeno da inflação crônica, bastante difundido na América Latina, caracteriza-se pela adaptação, no transcurso de um longo processo inflacionário, das expectativas e das formas de comportamento¹⁰ dos atores econômicos às constantes elevações de preços. Esta adaptação pode ser de natureza individual e informal ou, também – como foi especialmente característico do caso brasileiro – por intermédio da integração de cláusulas de indexação aos contratos.

No caso de um processo de inflação crônica, é possível que a inflação corrente prosiga apenas em pequena medida, sendo o resultado de causas “fundamentais”, como o déficit público ou choques externos. A elevação de preços seria, então, principalmente uma consequência da memória inflacionária, ou seja, de sua componente inercial, que é transferida de um período para o outro. Desta forma, constitui-se um patamar inflacionário, o qual, segundo esta concepção, acarretaria, no caso ideal de uma indexação total e perfeita, um crescimento constante da quantidade de moeda, sem que isto influenciasse o processo de alocação nos mercados de bens e serviços. Assim, mesmo no caso de um processo inflacionário, prosseguiriam valendo a neutralidade da moeda e a dicotomia das esferas real e monetária da economia, que caracterizam o modelo neoclássico e fundamentam a necessidade da estabilidade do nível de preços.

[...] the system having lost its “nominal anchor”, the dynamic nominal process may live a life of its own, almost independent of the size of the real budget deficit (the “real anchor”). This

⁹ O conceito da inflação crônica foi cunhado por Pazos (1972). Importantes contribuições para a formulação de propostas alternativas de reforma monetária em ambientes de inflação crônica, também denominada de inflação inercial, foram feitas por Pereira/Nakano (1987), Arida/Resende (1985) e Lopes (1986). Um ponto decisivo da crítica aos programas de estabilização do FMI foi a profunda recessão brasileira no início dos anos 80, causada por um programa deste tipo, a qual, no entanto, não conduziu a uma queda dos altos índices inflacionários.

¹⁰ Uma outra variante complementar na explicação de um processo de inflação inercial é a do impasse no conflito distributivo, no qual os diferentes grupos sociais procuram, através do aumento de preços ou de salários, apropriar-se de fatias crescentes do produto nacional bruto.

sort of disorder can be well grounded in the fundamentals of the neoclassical monetary system; [...] when you double the quantity of money and double all nominal prices, the real system will stay invariant (Bruno 1991: 6).¹¹

Para retomar a estabilidade dos preços tornava-se necessária, a partir desta perspectiva, a reintrodução de uma âncora nominal, com o objetivo de estabilizar a economia. Em princípio, era possível utilizar como âncora nominal quatro preços fundamentais, os chamados macro-preços (Mundell 1991): a quantidade de moeda, os salários nominais, o nível nominal de preços ou o câmbio nominal. Entretanto, apenas uma destas variáveis pode ser fixada pela política econômica, pois, ao fazê-lo, as outras três serão forçosamente endogenizadas.

A conclusão heterodoxa foi a de que a opção convencional da ortodoxia por uma âncora nominal, baseada no controle da quantidade de moeda para interromper um processo de inflação crônica, não seria capaz de estabilizar a economia, mas, ao contrário, a levaria “ao pior de todos os mundos”, a estagflação. Isto porque, mesmo que uma drástica elevação da taxa de juros reduza oferta e demanda, ela terá uma influência muito indireta sobre as expectativas inflacionárias, já que estas partem fundamentalmente do pressuposto de que a inflação do próximo período sempre reproduzirá a do período anterior. Além disto, uma política monetária contrativa poderia resultar, no caso de um alto grau de endividamento público interno, em uma expansão do déficit público, ao invés de sua desejada diminuição, por causar um aumento do serviço da dívida.

Do ponto de vista heterodoxo, a contração do volume monetário poderia também conduzir a uma queda gradual da inflação; entretanto, as perdas econômicas e os custos sociais seriam enormes e certamente desnecessários, tendo em vista a alternativa de romper abruptamente com as expectativas inerciais por meio de uma reforma monetária.

Um problema do modelo ortodoxo, apontado como fundamental pela heterodoxia, era o da contração econômica em um contexto de transição econômica e democratização política. Quanto à dinâmica do processo de transição de uma economia protecionista do tipo ISI para uma economia de mercado liberal, não estaria de forma alguma esclarecido de que modo o programa de estabilização recessivo poderia gerar os requisitos exigidos pelas reformas estruturais, pois não se sabia se as reformas estruturais reforçam a crise de estabilização ou se, ao contrário, lhes contrapõem sinais expansivos. Além disto, havia também que se considerar que o Brasil se defrontava com os problemas da estabilização e dos ajustes estruturais justamente no momento do retorno à democracia, a partir do qual não era mais possível reprimir de forma autoritária uma multiplicidade de demandas políticas e sociais. Sob estas condições, tornava-se extremamente difícil a imposição de uma longa recessão, que cria, adicionalmente, o pior ambiente possível para a aceitação da liberalização e desregulação dos mercados.

¹¹ Uma multiplicação plenamente independente e neutra da oferta monetária é inimaginável, caso se leve em consideração que um processo inflacionário mina a qualidade patrimonial desta moeda e, desta forma, gera-se um processo crescente de migração dos detentores de riqueza para outra moeda ou ativos reais. No caso específico brasileiro, de uma constelação de substituição doméstica da moeda (ver, por exemplo, Garcia 1996), isto significa que a retenção de moeda pelo público prossegue diminuindo e, em sentido contrário, a absorção de títulos de dívida pública pelo público cresce. Ligado a isto está um incremento do déficit quase-fiscal e, *cet. par.*, também da taxa de inflação.

Com isto, o problema da interrupção de uma inflação crônica resumia-se, para a heterodoxia, à questão de como apagar a memória inflacionária, sem que, para isto, fosse necessário lançar mão de uma política monetária e fiscal restritiva.

Tendo-se em vista a crise da dívida nos anos 80, não é de surpreender que, neste curto período de domínio teórico e político da heterodoxia, dos três macro-preços nominais teoricamente disponíveis, de fato apenas dois – o nível de preços e o nível de salários – fossem manejados. A utilização de uma taxa de câmbio fixa para influenciar as expectativas inflacionárias pressupõe um elevado estoque de reservas internacionais e um fluxo de capitais, aos quais o Brasil, como maior devedor do chamado Terceiro Mundo, somente voltou a ter acesso no decorrer dos anos 90.

Por este motivo, a série de programas de estabilização heterodoxos¹² durante os anos 80 baseou-se (com a exceção do Plano Collor de 1990) predominantemente no congelamento de preços e salários. No Plano Cruzado de 1986, que representou o programa heterodoxo mais ousado de ataque contra a inflação, a estabilização baseava-se fundamentalmente no congelamento de preços e salários. Adicionalmente foi congelado o câmbio. Nos primeiros meses, o programa foi bem sucedido em termos de redução das taxas inflacionárias; trazia também, com o congelamento dos preços e salários, um aumento significativo do poder de compra popular. A combinação de câmbio fixo com o *boom* do consumo interno levou rapidamente, malgrado a ainda quase completa proteção do mercado interno, a uma rápida deterioração da balança comercial e, conseqüentemente, a uma insustentável redução das reservas cambiais. Em 1987, quando estas atingiram um nível mínimo, foi necessário reagir com uma moratória unilateral frente aos credores externos, voltando temporariamente a esta medida de desespero em 1989. Este episódio demonstrou que, em tais circunstâncias, um país altamente endividado não pode, mesmo em curto prazo, utilizar o câmbio objetivando uma estabilização. Pelo contrário: o câmbio deve ser empregado para maximizar a captação de divisas, mesmo que às expensas da estabilidade de preços.

Durante a década de 80 e até meados dos anos 90, entretanto, o câmbio teve um papel claramente secundário como âncora nominal. Somente com a queda dos juros internacionais, a partir do início dos anos 90, e com os sucessivos programas de renegociação da dívida externa elevou-se novamente o fluxo de capitais dirigidos ao Brasil, dando base para um acordo tipo Plano Brady. Este possibilitou também, no caso do Brasil, a renegociação dos prazos e das formas de contrato da dívida externa e foi concluído junto aos credores externos em 1993, às vésperas do Plano Real. Com isto, no esforço de interromper o processo de inflação crônica e alta, abria-se novamente a perspectiva do emprego da taxa de câmbio. A chamada âncora cambial no contexto de um programa de estabilização passou a ser utilizada não somente no Brasil, mas também em diversos outros países da América Latina.¹³

Nesta situação de crise aberta da dívida externa, a euforia heterodoxa, de ter encontrado um caminho política e socialmente aceitável de estabilização que não desembocas-

¹² Dependendo da forma de contabilização, foram lançados entre 1986 e 1993 até sete programas de choque contra a inflação.

¹³ A taxa de câmbio foi usada como âncora nominal para fins de estabilização monetária não somente em diversos países da América Latina, como também na Ásia e na Europa do Leste, ainda bem que sob circunstâncias que divergiam, de certa maneira, da crise aberta de dívida externa dos países latino-americanos.

se em uma crise, cedeu lugar à frustração. A simultaneidade das crises da dívida, monetária, fiscal e do Estado de desenvolvimento, junto com uma mudança rápida dos atores sociais devido à crescente democratização do país resultou, em suma, em uma “paralisação hiperativa” (Lamounier 1994: 72) do Estado, a qual encontrou sua expressão em uma série quase desesperada de diversos planos de estabilização, reformas monetárias e programas de choque, levando o país com suas taxas inflacionárias de quatro dígitos à beira da hiperinflação.

4. O Plano Real: o salvador da pátria fecha outra vez o círculo vicioso do endividamento externo

O Plano Real, programa de estabilização lançado em 1994 em plena campanha eleitoral para Presidente, foi, sem dúvida alguma, um êxito em termos de combate à inflação. Dentro de poucos meses, as taxas inflacionárias do país caíram drasticamente, para nunca mais chegar nem mesmo perto do patamar anterior.

Isto foi possível graças à aplicação de uma mistura de receitas ortodoxas (ajuste fiscal e política monetária muito apertada) com receitas heterodoxas, isto é, a introdução de um indexador artificial por tempo limitado para restabelecer o equilíbrio no sistema de preços – a chamada Unidade Real de Valor, UFR. Entre 1994 e 1998, a economia cresceu pelo menos moderadamente (3,3% ao ano na média). Ainda mais importante para o sucesso do programa foi a redução da desigualdade na distribuição da renda. Com o plano, os assalariados mais pobres beneficiavam-se da queda inflacionária, aumentando visivelmente seu consumo, antes reduzido dadas as menores possibilidades de proteção contra as perdas diárias impostas pela inflação. Estes ganhos foram significativos especialmente no primeiro ano do Plano Real, quando os salários reais aumentaram em 30%, enquanto que entre os 10% dos assalariados mais pobres podia-se constatar aumentos de até 47% (Prado 1996). Outro efeito positivo para os consumidores, especialmente os de classe média, foi o barateamento de muitos produtos de consumo duráveis, assim como automóveis, bem como a redução das tarifas alfandegárias e de outras políticas protecionistas. Assim, não é grande surpresa que os primeiros tempos do Plano Real tenham trazido grande popularidade para seu autor político, o Presidente Fernando Henrique Cardoso. Até sua eleição, com maioria absoluta já no primeiro turno de 1994, se deveu basicamente ao sucesso do Plano Real, que, àquela altura, ainda não havia apresentado qualquer custo econômico. O custo político recaiu fundamentalmente sobre o seu maior concorrente à presidência, Luís Inácio Lula da Silva, provável representante da maioria dos eleitores desfavorecidos econômica e socialmente. Este expressou sua profunda frustração com o resultado eleitoral em função do programa de estabilização monetária: “Um candidato de carne e sangue você pode criticar, mas não um programa de estabilização extremamente exitoso, que terminou com a inflação de noite para dia e agora garante às pessoas que o pão amanhã vai custar o mesmo de hoje” (Lula 1995).

O então Presidente da República contabilizou sua vitória não somente no campo econômico, mas especialmente no campo cada vez mais importante da arena política brasileira: o da justiça social: “A inflação é o mais injusto e cruel dos impostos. São os mais pobres que o pagam. [...] Não há, assim, política social mais eficaz do que a queda da inflação” (“Plano Fernando Henrique Cardoso” 1994: 115).

O lado sombrio do Plano Real, baseado em uma taxa de câmbio relativamente fixa junto a uma abertura da economia, foi uma exposição dramática da economia brasileira à vulnerabilidade externa. Esta foi resultado, num primeiro momento, da valorização real significativa da moeda brasileira, já que a taxa inflacionária do Brasil era significativamente mais alta do que a dos Estados Unidos e era só parcialmente compensada pela desvalorização nominal do Real frente ao dólar norte-americano. Este aumento dramático do nível de competitividade foi reforçado mais ainda pela abertura comercial do país, condição necessária para que a âncora cambial funcionasse como maneira de importar a estabilidade do nível de preços.

O resultado desta política econômica se refletiu imediatamente na balança comercial do país, que se tornou negativa. Durante a época do Plano Real, as exportações brasileiras cresceram devido aos esforços múltiplos por competitividade, mas as importações cresceram ainda mais. Isto levou, no mercado interno, a uma queda da produção e do nível de emprego em setores significativos da economia, especialmente na indústria. A taxa de desemprego aberto cresceu de 14,2% em 1994 para 19,6% em 1999; somente na indústria metalúrgica da Grande São Paulo o número de empregos (formais) entre 1990 e 1997 se reduziu de 200.000 para 120.000.¹⁴

As transformações profundas da economia brasileira não terminaram exatamente em uma larga desindustrialização, mas sim em uma significativa internacionalização, acompanhada por uma redução na profundidade das cadeias produtivas, já que muitos produtos semifabricados, anteriormente produzidos no país, passaram a ser importados para montagem final. Também mudou a pauta do comércio exterior: aumentou o conteúdo de tecnologia nas importações, mas baixou nas exportações, onde produtos baseados nas vantagens comparativas tradicionais do país, como terra e mão-de-obra barata (isto é, produtos de pouco conteúdo tecnológico e basicamente do setor primário), outra vez ganharam significado.

A saída que se buscou, para amenizar tanto a sobrevalorização (e os conseqüentes déficits do balanço de pagamentos) quanto a falta de uma oferta de crédito interno de longo prazo, foi recorrer ao financiamento em moeda estrangeira, preferivelmente através de investimentos diretos e da participação estrangeira no processo de privatização. Devido à política de altos juros internos, entretanto, uma parte fundamental do déficit externo acabou sendo financiada através de créditos externos, em parte intermediados através do sistema bancário e de investimentos de portfólio. O déficit externo, medido pela conta corrente, chegou desta maneira a um nível entre 4% e 5% do PIB anual.

Deste elevado déficit externo, a ser refinanciado pelo mercado financeiro internacional, resultou a necessidade de a política econômica adaptar-se permanentemente ao clima dos mercados financeiros internacionais; e isto tinha que ser realizado sem que se mudasse o rumo da política cambial de desvalorizações mínimas, já que a confiança no efeito estabilizador e transformador do Plano Real recaía em grande medida sobre a chamada âncora cambial. Assim, em momentos de oferta abundante de capital externo era possível um crescimento econômico liderado basicamente pela demanda interna, causando desta maneira um crescente déficit comercial e de transações correntes devido ao financiamento externo de investimentos.

¹⁴ DIEESE (1997: 8); *Indicadores DIESP* (1998).

Em momentos de crises financeiras externas, no entanto, que apareceram repetidamente desde a introdução da nova moeda (em consequência da crise mexicana em 1995, da asiática em 1997 e da russa em 1998), a política econômica se viu forçada a aumentar drasticamente as taxas de juros, tanto para frear e reverter a fuga de capital causada por expectativas de desvalorização da moeda brasileira, como também para reprimir a demanda por bens importados e aumentar o volume das exportações via estrangulamento do mercado interno¹⁵. O resultado se traduziu em uma política de *Stop-and-Go*¹⁶ do processo de crescimento e, simultaneamente, em um nível de inflação continuamente baixo.

Oficialmente, o risco embutido nos consecutivos déficits externos e nos contínuos déficits públicos durante os últimos anos sempre foi considerado apenas transitório:

Do ponto de vista geral, o que poderia ter consequências negativas aqui seria um desarranjo no sistema financeiro internacional. Não prevejo que isso vá ocorrer, mas é uma coisa que abalaria, porque não teríamos elementos de controle da situação. [...] o que temos que fazer para diminuir ou minimizar o risco? Nós aqui (a expressão é da equipe econômica) estamos fazendo uma aposta de que esse risco é transitório (Cardoso 1997).

Dentro desta visão, para diminuir o risco e ganhar esta “aposta”, era necessário apoiar o processo de busca de aumento de produtividade das empresas brasileiras e combater o déficit público. Por isso, a política governamental concentrava-se no ambicioso programa de privatizações, na redução do chamado “custo Brasil”, em uma política industrial e na realização das chamadas reformas estruturais, que incluíam entre outras uma ampla reforma tributária, a reforma administrativa e a previdenciária. Porém, enquanto os avanços na desestatização eram visivelmente grandes, os ganhos de produtividade e redução de custos, especialmente dos produtos destinados ao mercado externo, não eram suficientes para atingir um superávit de exportação, dado o nível desfavorável da taxa de câmbio. *Last but not least*, os resultados das reformas do Estado não foram suficientes para tapar o déficit público que resultava, entre outros, do elevado serviço de dívida, dado o alto nível das taxas de juros.

A situação fiscal se deteriorou decisivamente a partir de 1997, devido, em primeiro lugar, às crescentes expectativas de desvalorização do real, causadas pelos problemas de refinanciamento de uma dívida externa cada vez maior e, em segundo, devido à forma de realização da desvalorização do real em janeiro de 1999. O Banco Central do Brasil começou a emitir em crescente medida, ainda em 1997, títulos da dívida pública que protegiam seus detentores contra uma eventual desvalorização (os chamados títulos cam-

¹⁵ A possibilidade de minorar, em momentos de crise, o aumento das importações através de uma política seletiva de importações, como foi realizado após a crise mexicana, ficou bastante limitada em função da aceleração da liberação comercial e dos compromissos internacionais do Brasil com a Organização Mundial do Comércio e com o Mercosul.

¹⁶ Obviamente, este ritmo de *Stop-and-Go* se distingue da política de *Stop-and-Go* no sentido original de alternância contínua entre política fiscal keynesiana expansionista com efeitos inflacionários e, em seguida, a obrigação de voltar para uma política ortodoxa de contração monetária, até esta ser abandonada por pressões de natureza política etc. Aqui se trata de um ritmo de *Stop-and-Go* que decorre da constelação de mercado criada pela estratégia de estabilização.

biais); desta maneira, os custos da queda abrupta do real frente ao dólar norte-americano caíram quase exclusivamente sobre as contas do Estado brasileiro, ficando o setor das empresas e dos bancos privados protegido quase que completamente das perdas que normalmente acompanham uma maxidesvalorização da taxa de câmbio. Como resultado, a dívida líquida do setor público brasileiro, que em 1996 ainda estava em 30,6% do PIB, subiu até dezembro de 1998 para 41,7% e, apenas por efeito da desvalorização, saltou em janeiro de 1999 para 50,5% (dados do Banco Central do Brasil). Assim, a dívida pública, que em boa medida nem é externa, mas interna e denominada em moeda nacional, é consequência de uma acumulação de dívida externa privada durante os anos noventa.

A partir de 1999, a política do governo, justificada pelos sucessivos acordos com o FMI, se concentrou na intenção de redução e no controle da dívida pública através da definição de metas para o chamado superávit público primário¹⁷. Não obstante, apesar de todos os esforços e metas crescentes de superávits primários desde 1999, a dívida pública não caiu mais. Ao mesmo tempo, a política de austeridade fiscal, junto a uma política de juros reais ainda muito elevados, levou a economia a uma fase de estagnação marcada.

Dado o elevado nível de desemprego, os assalariados foram, além das contas do Estado, os grandes perdedores, acumulando perdas significativas de salário real desde 1999. Esta foi, num primeiro momento, resultado da falta de uma compensação da inflação, que sofreu uma alta temporária dada a maxidesvalorização.

5. A “herança maldita” leva um governo de mudança à ortodoxia econômica

O governo Lula, alçado ao poder em 2003 com o lema da mudança, se viu confrontado com a “herança maldita” (expressão muito usada pelos próprios membros do governo) de uma elevada dívida externa¹⁸ e, estreitamente interligada a esta, de uma dívida pública interna que nem é tão alta quando comparada com parâmetros internacionais¹⁹, mas extremamente cara, dadas as altas taxas de juros reais, e extremamente instável, devido à alta porcentagem de dívida indexada ao valor corrente da taxa de câmbio.

No momento da mudança de poder, em fins de 2002, o Brasil estava saindo aos poucos de uma profunda crise da balança de pagamentos, causada pela desconfiança de que o futuro governo não fosse cumprir com o pesado serviço das dívidas interna e externa. O peso do serviço da dívida tinha pressionado o Real a uma maxidesvalorização, incrementando dramaticamente o valor da dívida interna, de 54% do PIB em abril 2002 para 62,5% em setembro do mesmo ano.

¹⁷ O chamado superávit público primário representa o resultado das finanças públicas antes de descontados os gastos com o serviço da dívida; este último, diferentemente de todos os demais gastos públicos, é considerado inegociável.

¹⁸ A dívida externa líquida estava em dezembro de 2002 em 210 bi. de dólares. Assim, a relação entre o serviço da dívida externa e exportações encontrava-se em 83%, um nível considerado muito perigoso (Banco Central do Brasil: *Indicadores Econômicos*, mai 2003).

¹⁹ No tratado de Maastricht que estabeleceu as regras macroeconômicas para os países membros da região do euro, o teto máximo para o endividamento público foi estabelecido em 60% do PIB nacional, enquanto que no Brasil, na média dos últimos anos esta relação estava entre 50 e 60%.

A única maneira de sair desta situação explosiva – se o serviço da dívida se considerava como absolutamente sagrado²⁰ – era maximizar o superávit de exportação e pôr em prática uma política fiscal extremamente austera. As conseqüências desta política são conhecidas: a economia brasileira em 2003 encolheu (PIB em 2003: -0,2%) como só havia acontecido antes no ano de 1992, marcado por plena crise política e inflação de quatro dígitos. Os salários reais se reduziram em mais 12,6%, depois de anos de acumulação de perdas salariais (*Indicadores DIESP* 2003). Com isto, se realizou, sim, uma redistribuição de renda, mas no sentido contrário da visada pelo governo Lula, comprometido com o fim da injustiça social.

Dada a reestruturação do setor produtivo, que vem ocorrendo desde os anos noventa, a maximização do superávit comercial depende não somente de grandes esforços em aumentar as exportações, mas também, a curto prazo, da repressão das importações. Desta maneira, a estagnação da economia, produzida por uma política monetária muito restritiva, tornou-se necessária para a sobrevivência a esta crise da dívida.

As perspectivas futuras, a partir desta ótica que considera o endividamento o estrangulamento central da economia, não podem ser otimistas. O que se pode esperar no máximo é uma continuação do processo de *Stop-and-Go*. Se a economia brasileira voltar a crescer – o que é muito provável para o ano de 2004 – o superávit externo vai se reduzir; e se esta redução não for acompanhada por um aumento das importações de capital, o crescimento terá que ser imediatamente freado outra vez por uma política monetária restritiva, quer dizer uma outra fase de *Stop*. E esta impossibilitará novamente que os investimentos internos sejam reativados, condição necessária para poder alcançar um crescimento sustentado, apoiado em um superávit comercial baseado, por sua vez, em competitividade externa, e não na repressão do mercado interno.

Assim, durante os últimos quarenta anos, o Brasil passou por várias fases de crescimento via endividamento externo, seguidas por fases de crise de dívida profundas e prolongadas. Uma saída definitiva deste círculo vicioso teria que passar obrigatoriamente por uma redução substancial tanto da dívida externa como da dívida pública interna, além de incluir uma reorientação da estratégia de desenvolvimento para o financiamento interno do crescimento.

Bibliografia

- Arida, Persio/Resende, André Lara (1985): “Inertial Inflation and Monetary Reform”. Em: Williamson, John (ed.): *Inflation and Indexation: Argentina, Brazil and Israel*. Cambridge, MA: MIT Press, pp. 27-45.
- Bacha, Edmar L./Taylor, Lance (1980): “Brazilian Income Distribution in the 1960s: ‘Facts’, Model Results, and the Controversy”. Em: Taylor, Lance/Bacha, Edmar L./Cardoso, Eliana

²⁰ Unilateralmente, o Brasil, sendo um dos maiores devedores do Terceiro Mundo, não tem muitas outras opções; o exemplo dramático da crise argentina antes e durante a moratória unilateralmente declarada por este país demonstra os custos imensos de uma saída deste tipo. No nível internacional, a proposta audaciosa de um chamado “mecanismo para reestruturação da dívida para Estados soberanos” (“Sovereign Debt Restructuring Mechanism”), após discussões intensas, infelizmente foi vetado pelo G7, o grupo dos países industrializados.

- A./Lys, Frank J. (eds.): *Models of Growth and Distribution for Brazil*. New York/Oxford: Oxford University Press, pp. 296-342.
- Baltar, Paulo E. de A./Dedecca, Claudio S./Henrique, Wilnês (1996): “Mercado de trabalho e exclusão social no Brasil”. Em: Oliveira, Carlos A. B. de/Mattoso, Jorge E. L. (eds.): *Crise e trabalho no Brasil: modernidade ou volta ao passado*. São Paulo: Scritta, pp. 87-108.
- Bruno, Michael (1991): *High Inflation and the Nominal Anchors of an Open Economy*. Princeton: Princeton University.
- Cardoso, Eliana/Fishlow, Albert (1988): *Macroeconomia da dívida externa brasileira*. São Paulo: Editora Brasiliense.
- Cardoso, Fernando Henrique (1997): “Entrevista com o Presidente Fernando Henrique Cardoso”. Em: *Gazeta Mercantil*, 19-6.
- DIEESE (Subseção dos Metalúrgicos do ABC) (1997): *Reestruturação produtiva e emprego na indústria metalúrgica do ABC – uma visão atual*. São Bernardo do Campo: DIEESE.
- Fanelli, José M./Frenkel, Roberto/Rozenwurcel, Guillermo (1994): “Growth and Structural Reform in Latin America: Where We Stand”. Em: Smith, William C./Acuña, Carlos H. (eds.): *Theoretical and Comparative Perspectives for the 1990s*. New Brunswick/London: North South Center, pp. 101-125.
- Fishlow, Albert (1973): “Some Reflections on Post-1964 Brazilian Economic Policy”. Em: Stepan, Alfred (ed.): *Authoritarian Brazil: origins, policies, and future*. New Haven/London: Yale University Press, pp. 69-118.
- Franco, Gustavo H. B. (1998): “O Plano Real em perspectiva de médio prazo”. Em: Velloso, João P. R. (ed.): *O Brasil e o mundo no limiar do novo século* (Forum Nacional, 1997). Rio de Janeiro: José Olympio, vol. II pp. 57-80.
- Garcia, Márcio G. P. (1996): “Avoiding Some Costs of Inflation and Crawling Toward Hyperinflation: The Case of the Brazilian Domestic Currency Substitute”. Em: *Journal of Development Economics*, 51, pp. 139-159.
- Herr, Hansjörg/Priewe, Jan (2001): *The Macroeconomic Framework of Poverty Reduction - An Assessment of the IMF/Worldbank Strategy*. [<http://www.macropolicies-berlin.de/download/PovertyFullText.pdf>] (27-2-2004).
- Hurtienne, Thomas (1985): “Wirtschaftskrise, internationale Verschuldung und Entwicklungspotentiale in Lateinamerika”. Em: *Prokla* 59, 15, 2, pp. 34-64.
- (1986): “Fordismus, Entwicklungstheorie und Dritte Welt”. Em: *Peripherie*, 22/23, pp. 60-110.
- Lamounier, Bolívar (1994): “Brazil at an Impasse”. Em: *Journal of Democracy*, 5, 3, pp. 72-87.
- Lopes, Francisco L. C. (1986): *O choque heterodoxo*. Rio de Janeiro: Editora Campus.
- Lula (Luís Inácio da Silva) (1995): “Unseren eigenen Weg suchen”. Entrevista com Barbara Fritz. Em: *taz* (Berlin), 30-6, p. 10.
- Medeiros, Carlos A. (1993): “Industrialização e regime salarial nos anos 60 e 70”. Em: *Economia e Sociedade*, 2, pp. 125-43.
- Meier, Gerald (1989): “Industrialization via Import Substitution – Note”. Em: Meier, Gerald (ed.): *Leading Issues in Economic Development*. New York/Oxford: Oxford University Press, pp. 297-304.
- Mundell, Robert A. (1991): “Stabilization Policies in Developing and Socialist Countries”. Em: Claassen, Emil-Maria (ed.): *Exchange Rate Policies in Developing and Post-Socialist Countries*. San Francisco: ICS Press, pp. 21-55.
- Nitsch, Manfred (1992): “Teoria Econômica e Dívida Externa Latino-americana”. Em: *Revista de Economia Política*, 12, 2 (46), pp. 18-40.
- (1995): “Economic Theory and Latin American External Debt”. Em: Liehr, Reinhard (ed.): *La deuda pública en América Latina en perspectiva histórica/The Public Debt in Latin America in Historical Perspective*. Frankfurt a.M./Madrid: Vervuert/Iberoamericana, pp. 47-73.
- Pazos, Felipe (1972): *Chronic Inflation in Latin America*. New York: Praeger.

- Pereira, Luiz C. Bresser (1996): *Crise econômica e reforma de Estado no Brasil*. São Paulo: Editora 34.
- Pereira, Luiz C. Bresser/Nakano, Yoshiaki (1987): *The Theory of Inertial Inflation. The Foundation of Economic Reform in Brazil and Argentina*. Boulder: Lynne Rienner.
- “Plano Fernando Henrique Cardoso” (1994). Em: *Revista de Economia Política*, 14, 2, pp. 114-131.
- Prado, Antonio (1996): “O efêmero distributivo do Real”. Em: DIEESE: *Linha Direta*, 12 a 20-9.
- Resende, André Lara (1990): “Estabilização e reforma: 1964-1967”. Em: Abreu, Marcelo de P. (ed.): *A ordem do progresso: Cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*. Rio de Janeiro: Campus, pp. 213-231.
- Riese, Hajo (2004): *Money, Development and Economic Transformation: Selected Essays* (edited by Jens Hölscher, Horst Tomann). London: Palgrave Macmillan.
- Schelkle, Waltraud (1994): *Constitution and Erosion of a Monetary Economy. Problems of India's Development since Independence*. London: Frank Cass.
- Suzigan, Wilson/Pereira, José Eduardo de Carvalho/Almeida, Ruy Affonso Guimarães de (1974): *Financiamento de projetos industriais no Brasil*. Rio de Janeiro: IPEA/INPES (Relatórios de pesquisa, 9).
- Tavares, Maria da Conceição/Serra, José (1972): “Além da estagnação”. Em: Tavares, Maria da Conceição/Serra, José (eds.): *Da substituição de importações ao capitalismo financeiro. Ensaio sobre a economia brasileira*. São Paulo: Zahar, pp. 153-208.