

# Milagre e II PND

Abreu, 10 e 11

Giambiagi, 3 e 4

Gremaud, 15 e 16

# Sumário

## Duas partes

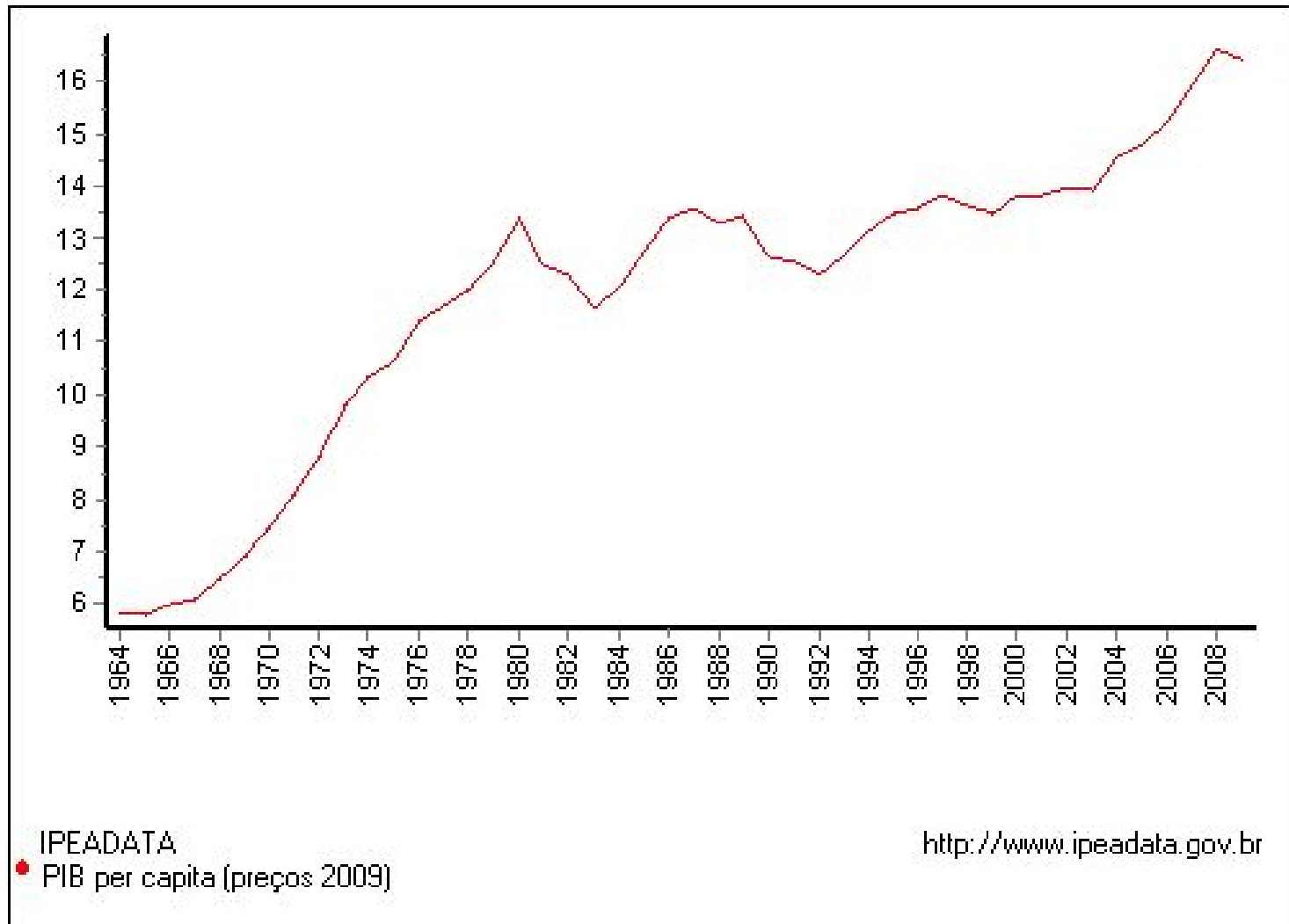
- Introdução
- Mudança em 1967
- Milagre: 1968-73
- Choque do petróleo e 1974
- II PND: 1975-79
- Questões

# Introdução

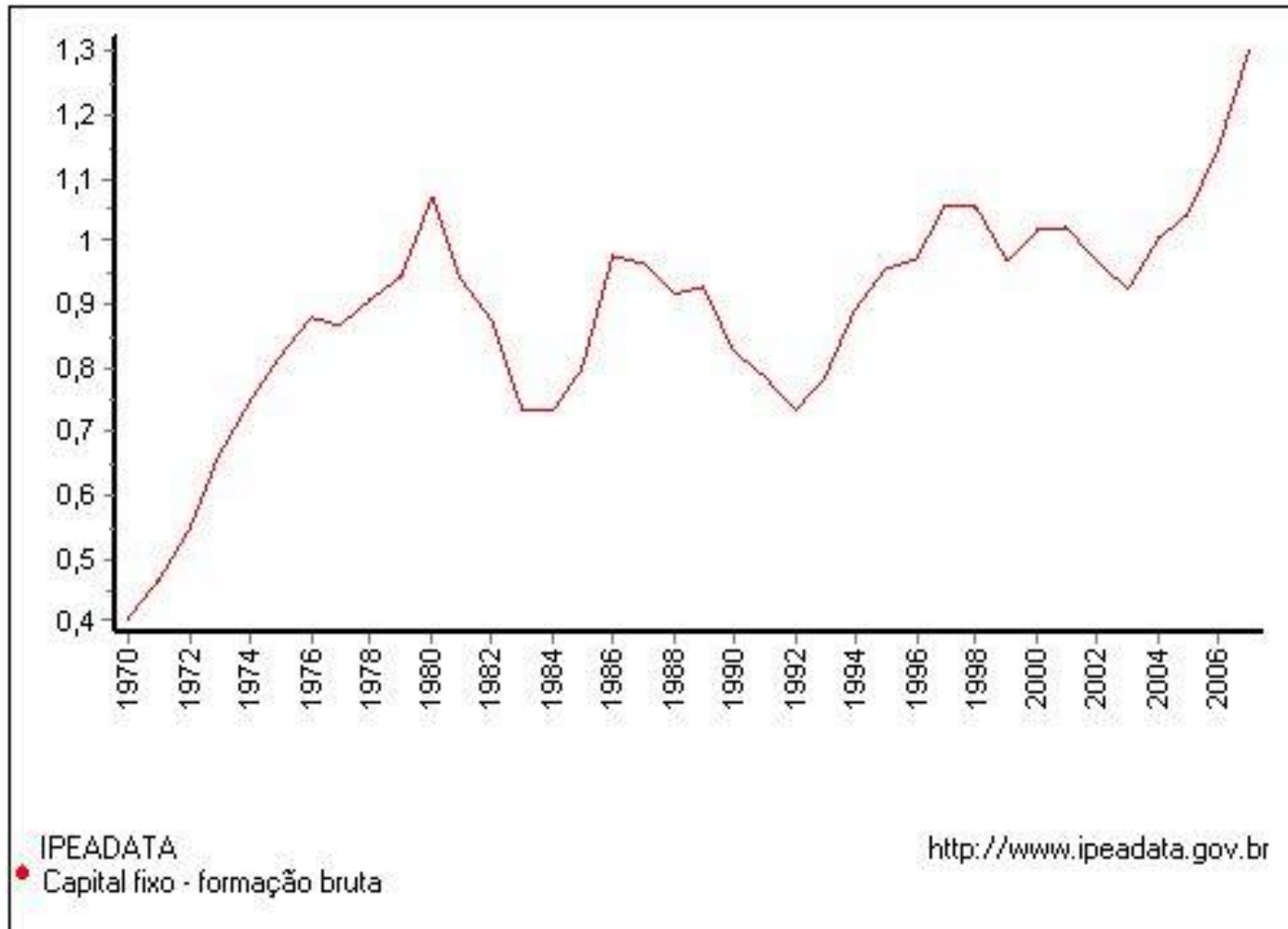
- Início de um grande *boom* da economia brasileira  
≠ período mais recente: vôo de galinha
- Milagre período de grande crescimento
- II PND manutenção do crescimento  
renda per capita de 1980 = início do século XXI  
importância dos investimentos para crescer
- Inflexão em 1980  
Quebra da continuidade do crescimento
- Herança do PAEG

# PIB per capita

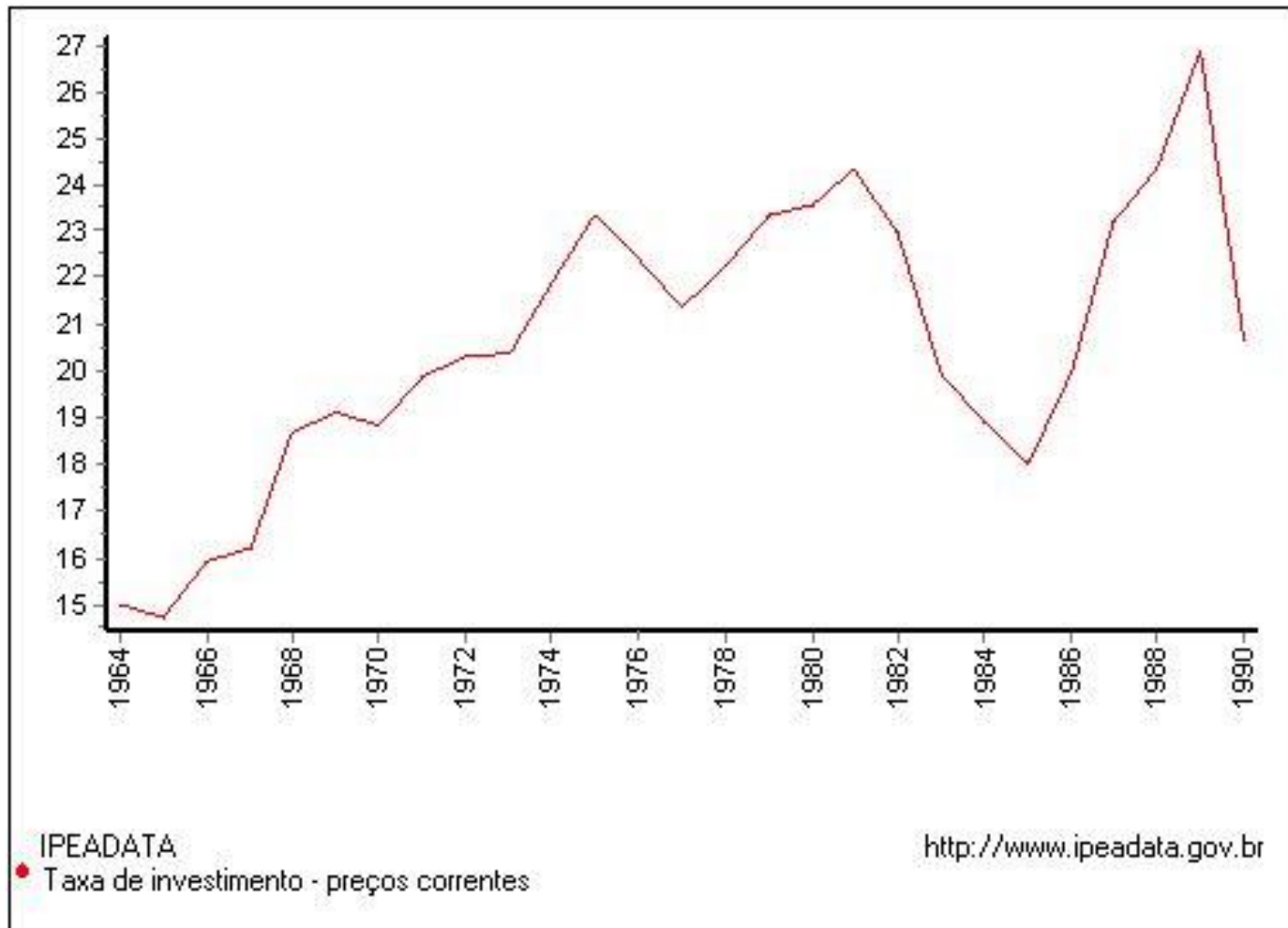
(em mil R\$ de 2009)



# Formação bruta de capital fixo R\$ de 1980



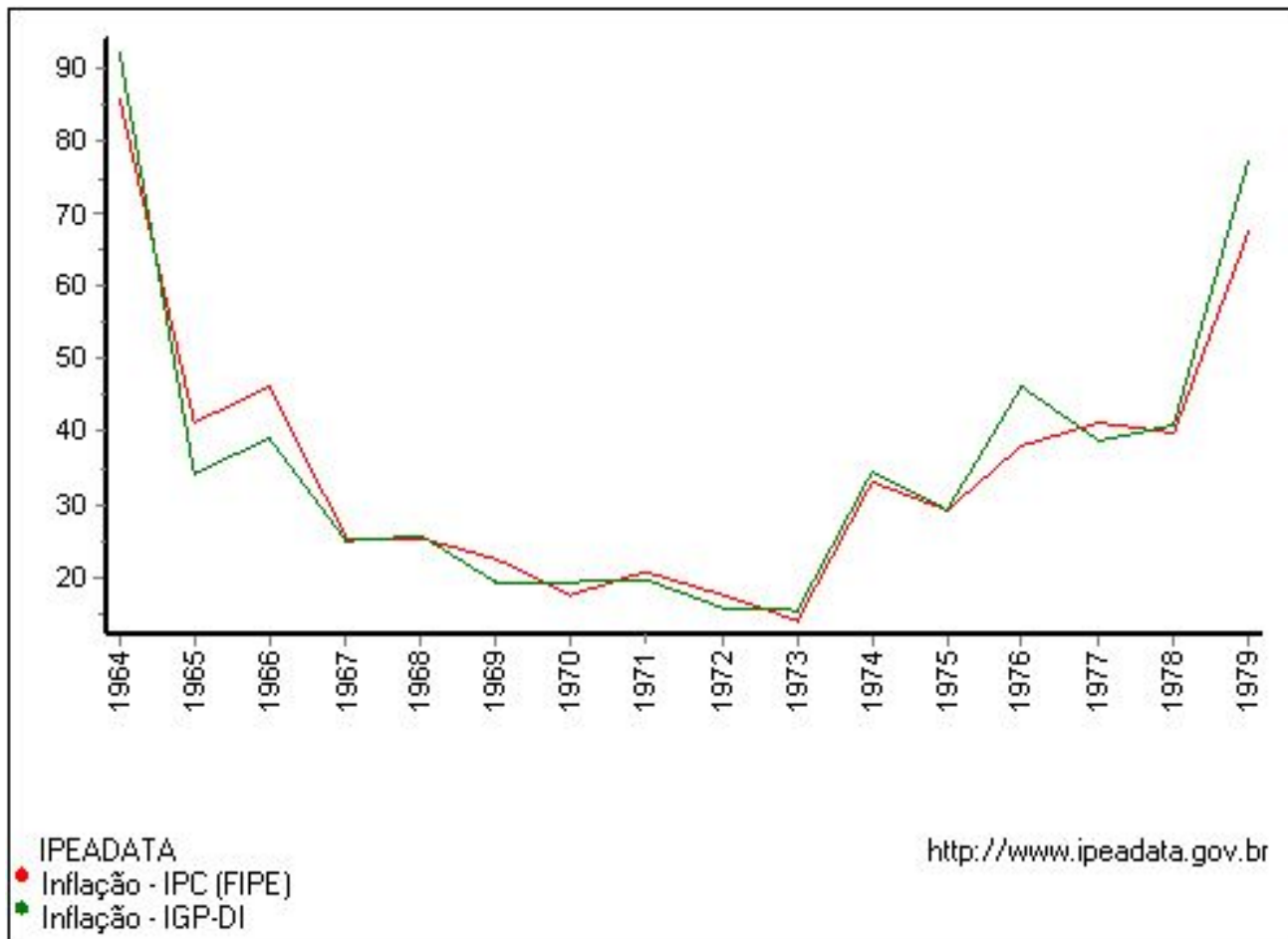
# Taxa de investimento: % PIB



# Herança do PAEG

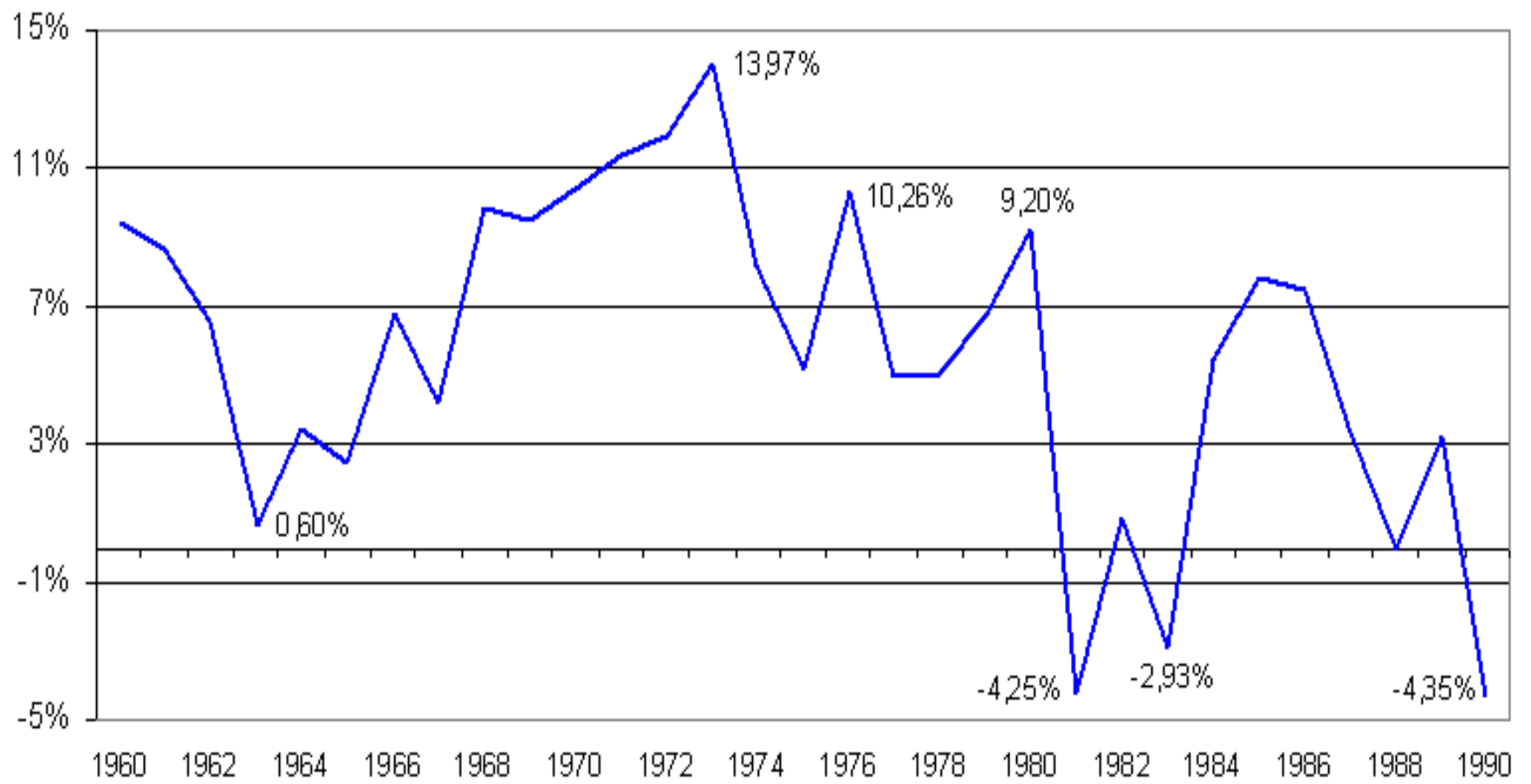
- PAEG conseguiu reduzir taxa de inflação  
contenção da demanda: salários e déficit
- Inflação de 1966 de 34,5% ao ano  
taxa acima da meta e  $\Delta M1 = 13,8\%$   
aperto monetário até início de 1967
- Crescimento continua abaixo do histórico  
hiato do produto cresce → receio da  
legitimidade
- Retomar o crescimento X inflação para um  
dígito

# Taxa de inflação IPC e IGP





## Taxa de crescimento do PIB: 1960-1990



Fonte: IBGE

# 1 – Mudança da Política em 1967

- troca política: morte de Castelo → Costa e Silva
- Ministros
  - Bulhões e Campos → Delfim e Beltrão → Velloso
- Alteração da política econômica
  - Crescimento para legitimar a ditadura: perspectiva da continuidade
  - Diagnóstico de inflação não de demanda → custo política anterior perdeu a eficácia: falta de crédito
- Aceitação de um patamar mais elevado de inflação ≠ dos países desenvolvidos

# Programa Estratégico de Desenvolvimento (PED): 1968-70

- Objetivos
  - Aceleração do crescimento
  - Contenção da inflação de custos, não redução
- Diagnóstico
  - Capacidade ociosa na indústria elevada e geral
- Metas
  - Crescimento de 6% ao ano (mínimo)
  - Elevação da taxa de investimentos: 20% PIB
  - Investimentos públicos em infra-estrutura: EPEA
  - Incentivo ao setor privado

# Política Econômica - I

- Política monetária, fiscal e creditícia mais flexíveis
  - na prática expansionistas
- mais crédito ao consumidor e à agricultura
  - + volume e juros subsidiados
  - preocupação com o preço dos alimentos
- Recursos para a construção civil: SFH via FGTS
- Incentivo fiscal e crédito para setores e regiões
- Incentivo ao setor bancário
  - compulsório remunerado e concentração X limite à taxa de juros: tabelamento (1970)

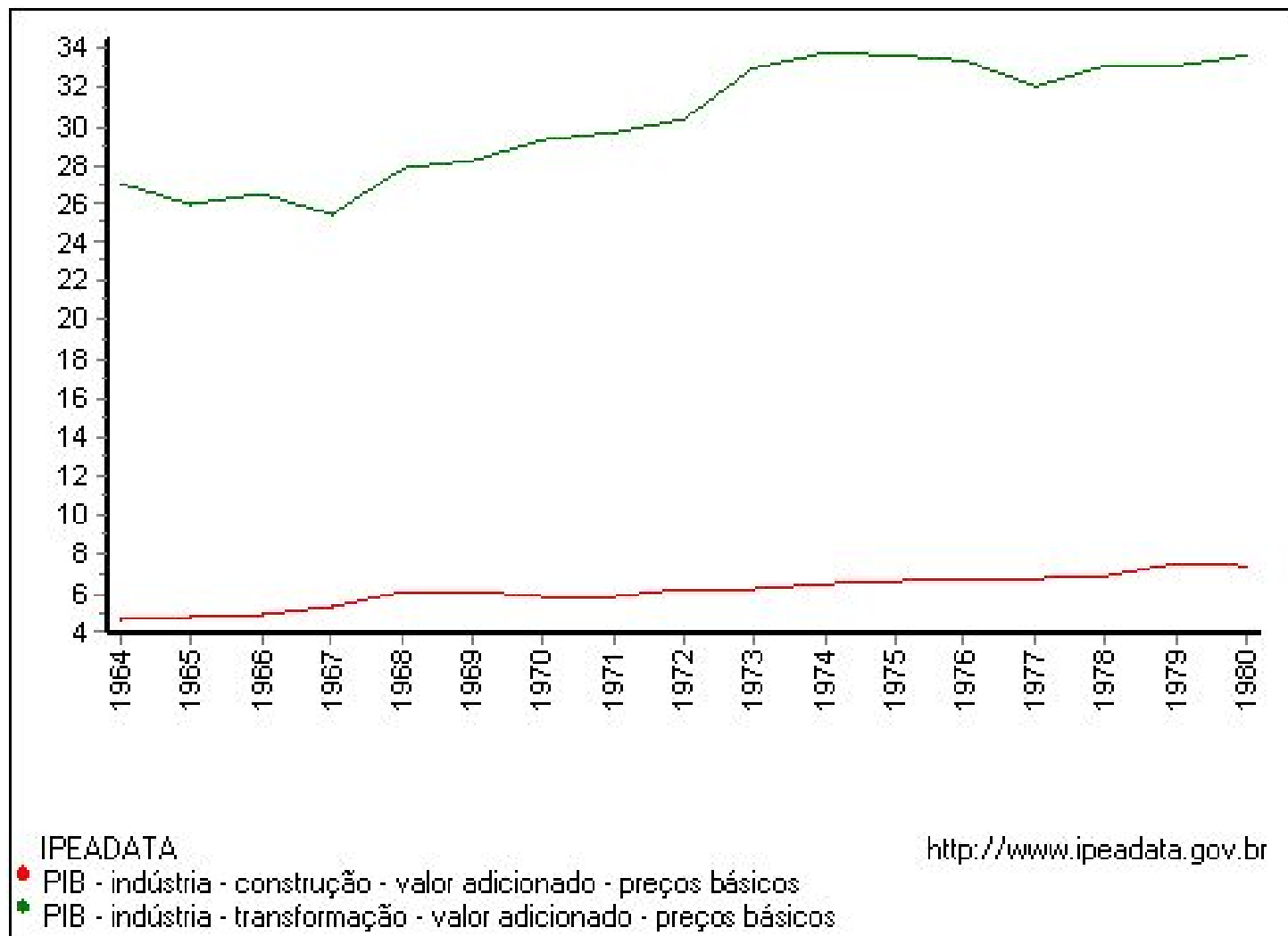
# Política Econômica - II

- Forte atuação do BNDE na área pública e privada
  - mais da metade dos empréstimos após 1968
- Eliminação da correção de preços públicos
- Correção monetária estendida para vários instrumentos financeiros
- Alteração da política salarial: resíduo
- Forte interferência do Estado em diferentes áreas

## 2 – Expansão econômica: Milagre

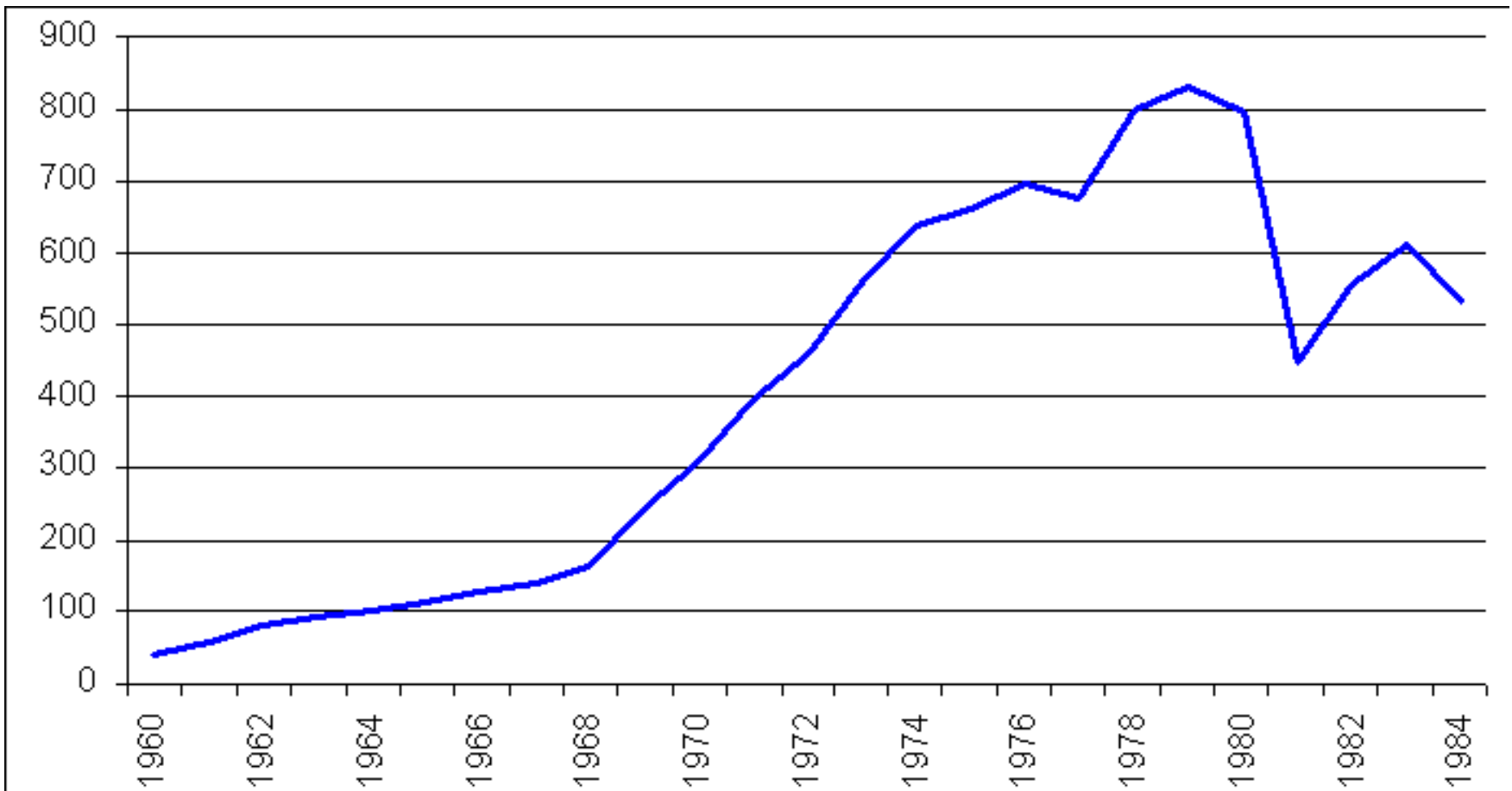
- 1967: marcado pelo reduzido crescimento defasagem do aperto monetário de 1966
- 1968-73: crescimento do PIB de 11,2% aa
- Fontes do crescimento
  - Investimento público: estatais
  - Setor de bens duráveis
  - Construção civil: habitação e saneamento
  - exportações

# Indústria de Transformação e construção



# Venda de automóveis

(Mil unidades)



Fonte: ANFAVEA



## Vendas de Caminhões e Ônibus a Diesel

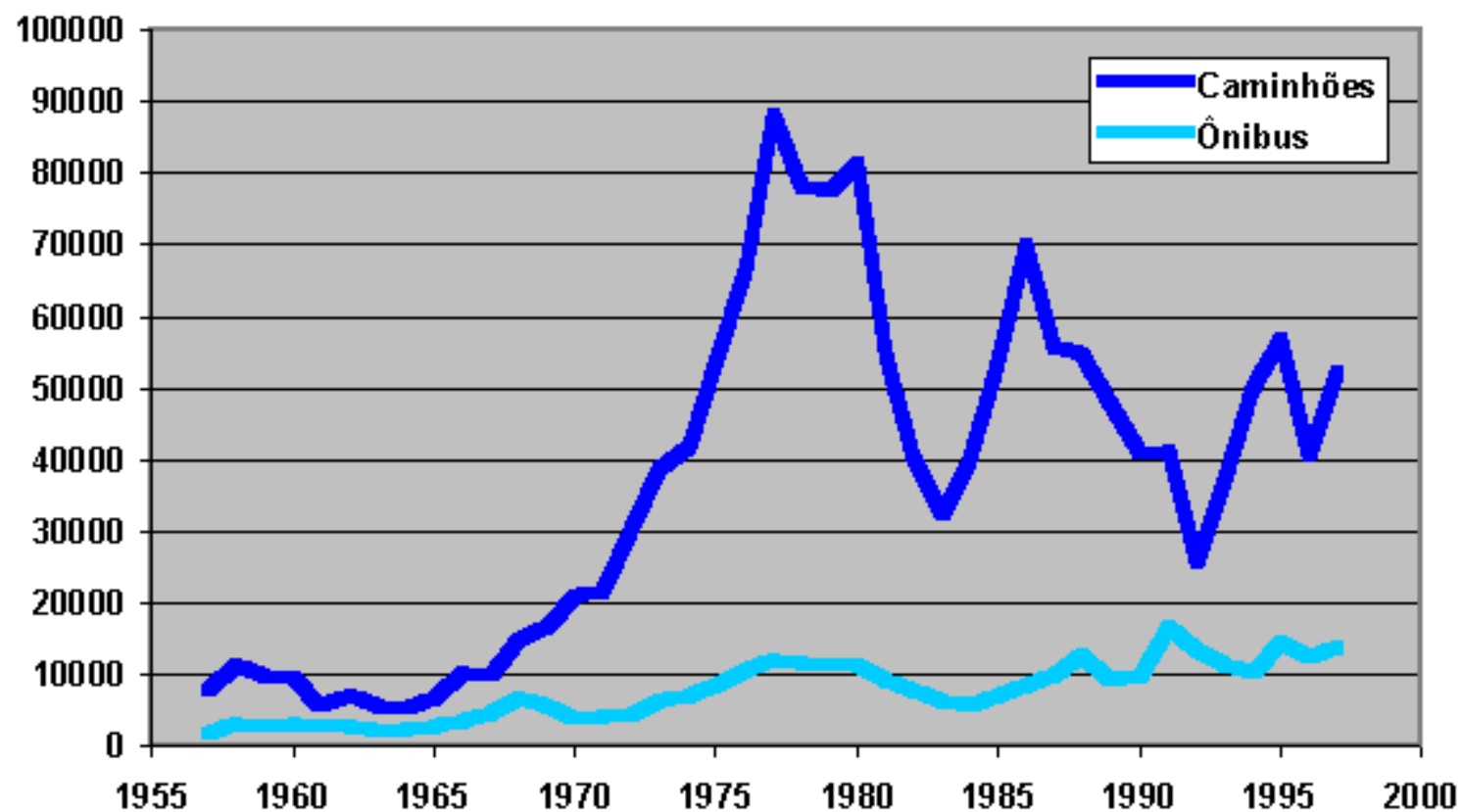
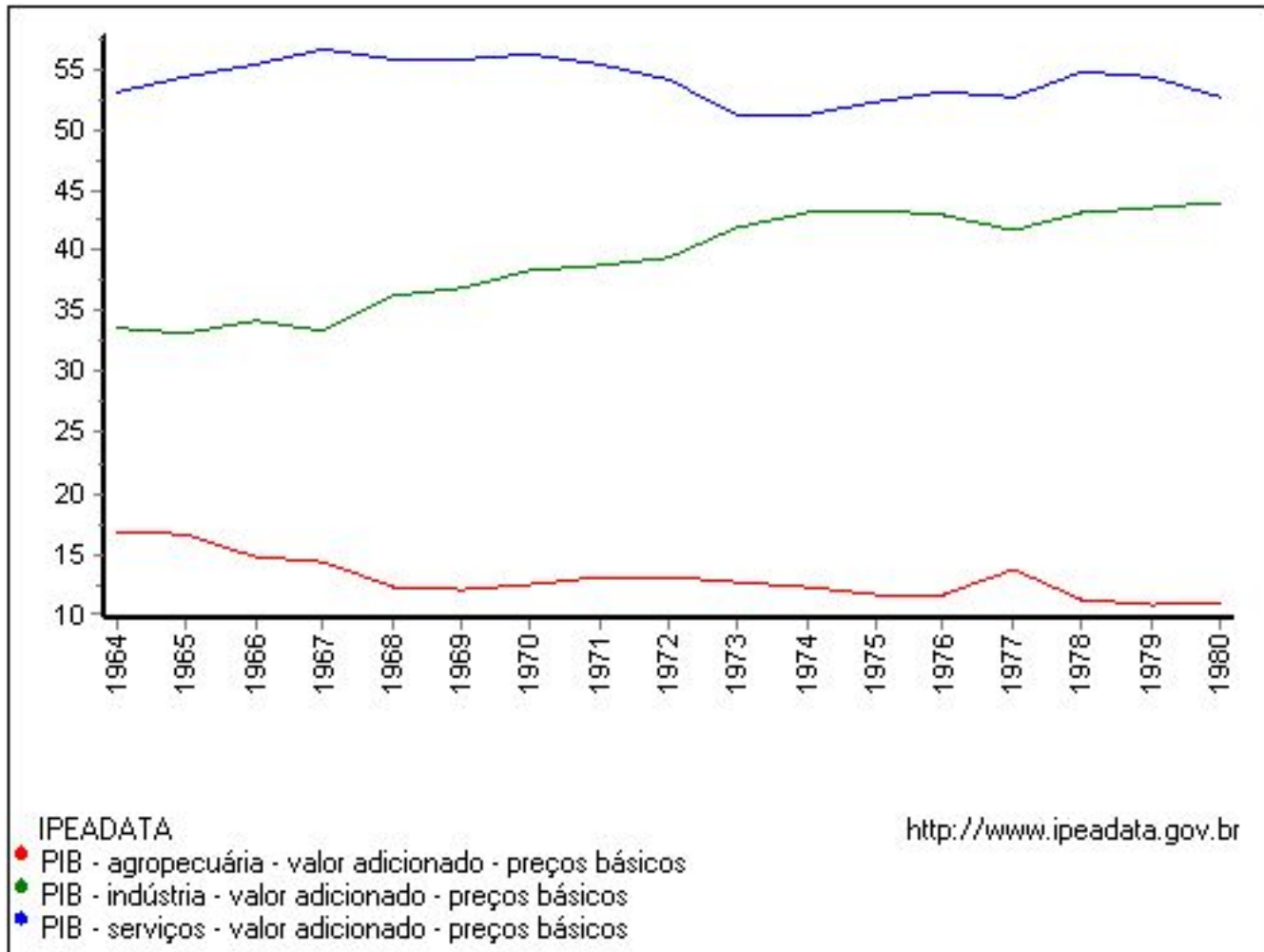


Figura 2.1: Vendas de fabricantes nacionais no mercado interno. Fonte: ANFAVEA

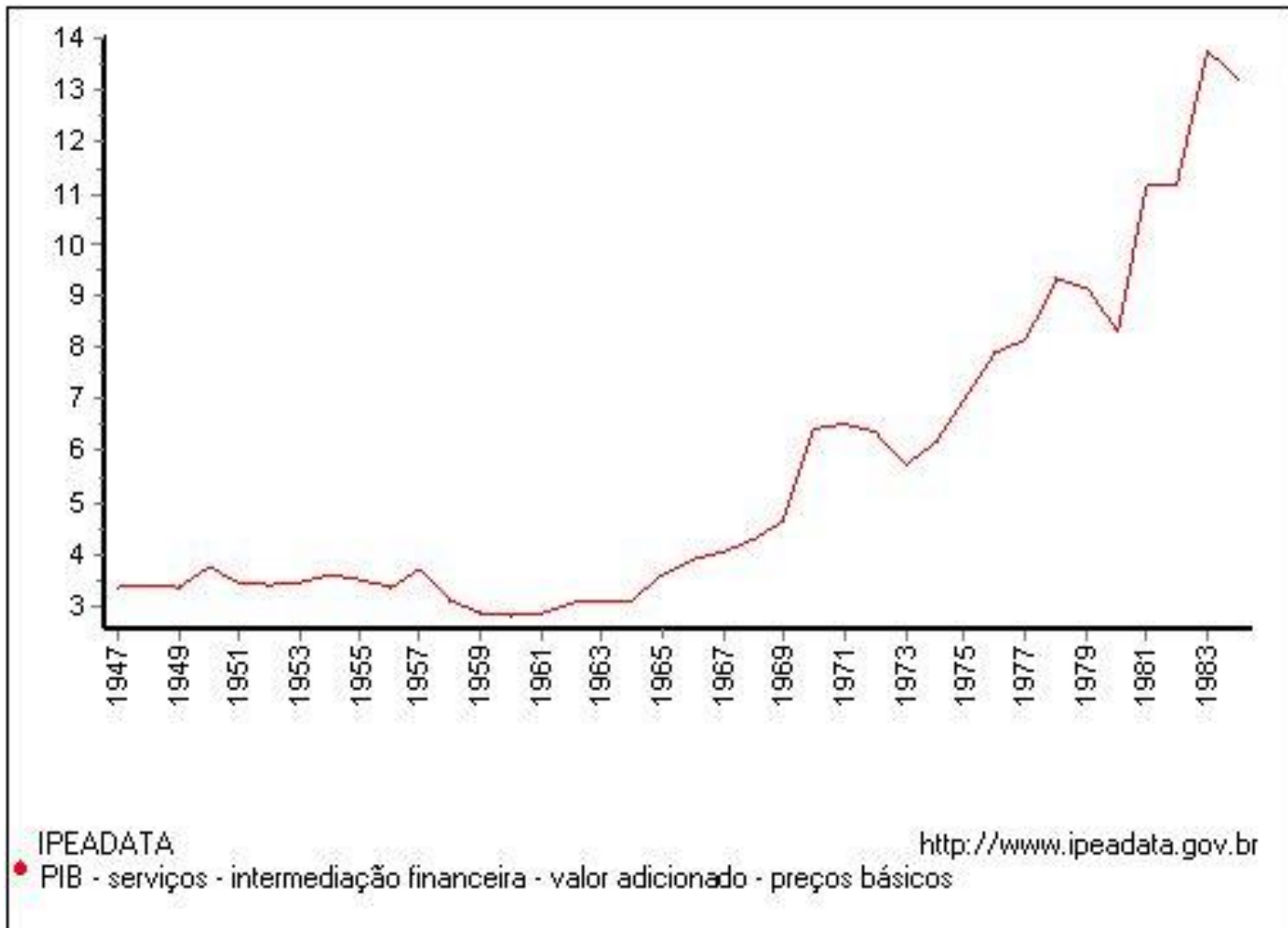
# Crescimento por setores

- Setor líder: indústria 13,3% ao ano
  - Bens duráveis: 23,6% ao ano
  - Consumo: 6-7% ao ano
- Agricultura: 4,5% ao ano
- BNH: construção civil forte crescimento
- Setor financeiro cresce % PIB
  - expansão do crédito → duráveis e construção

# Setores no PIB



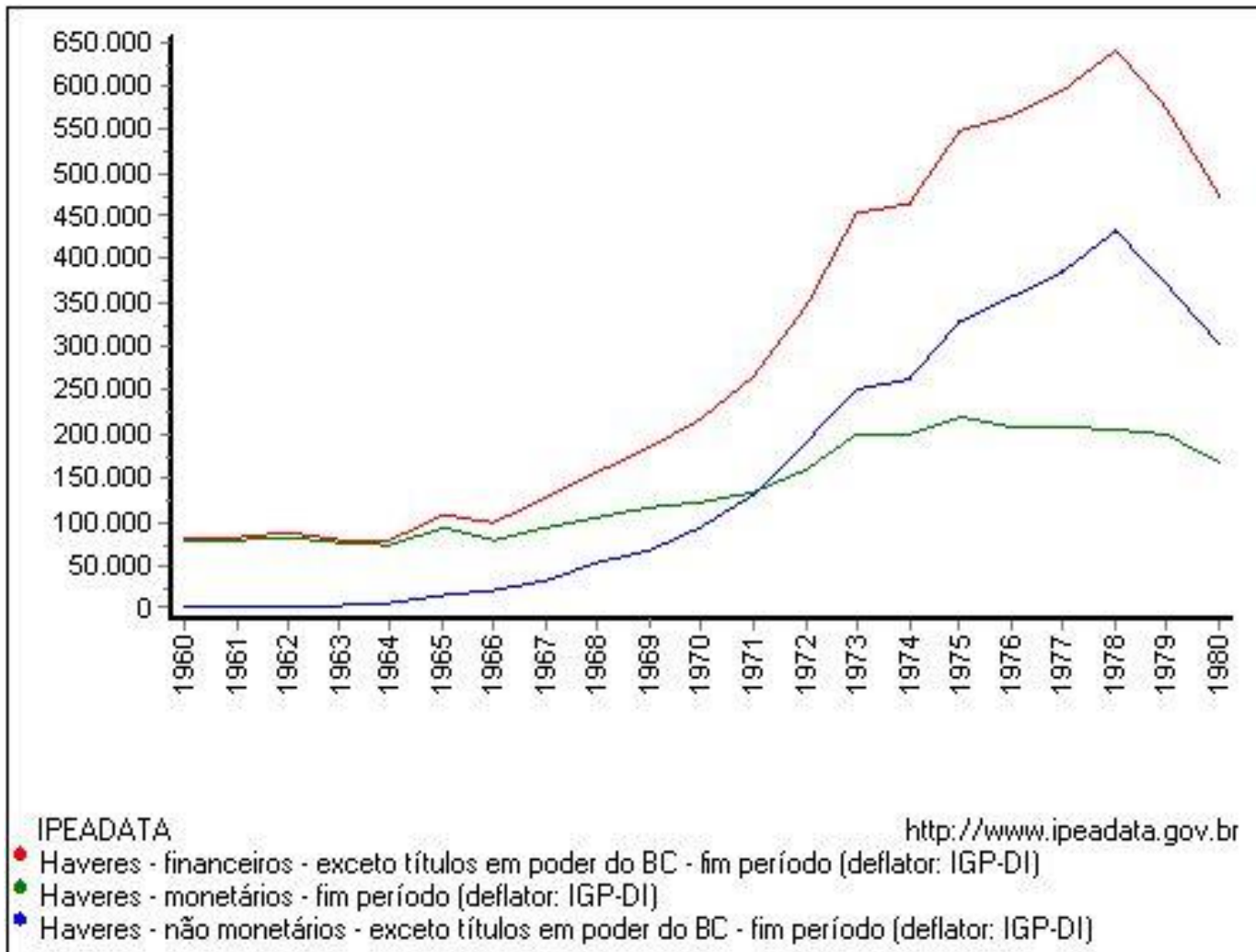
# Setor financeiro: % PIB



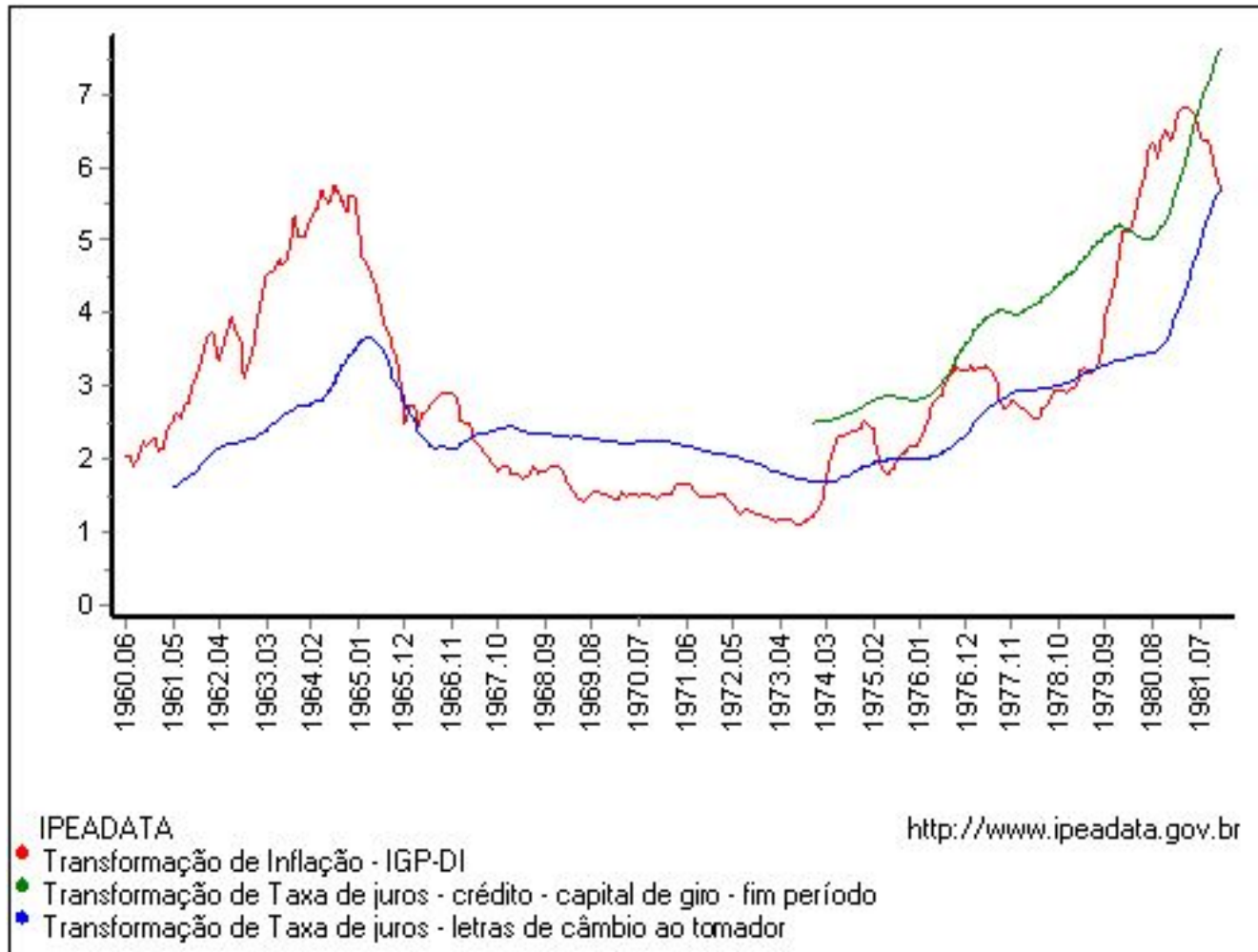
# Expansão do crédito

- Mecanismo de crédito são fundamentais  
atrair poupança privada com a correção monetária  
financiar consumo e investimentos
- Atrofia do sistema financeiro até 1964  
haveres monetários quase = aos financeiros  
juros reais negativos dos papéis
- Crescimento dos haveres não monetários  
7% do PIB em 1967 → 25% em 1973
- Perfil do crédito em 1973  
poupança 6,5%, depósitos a prazo 11,9%, letras de  
câmbio 16,1%, letras imobiliárias 3%, dívida pública  
19,2%

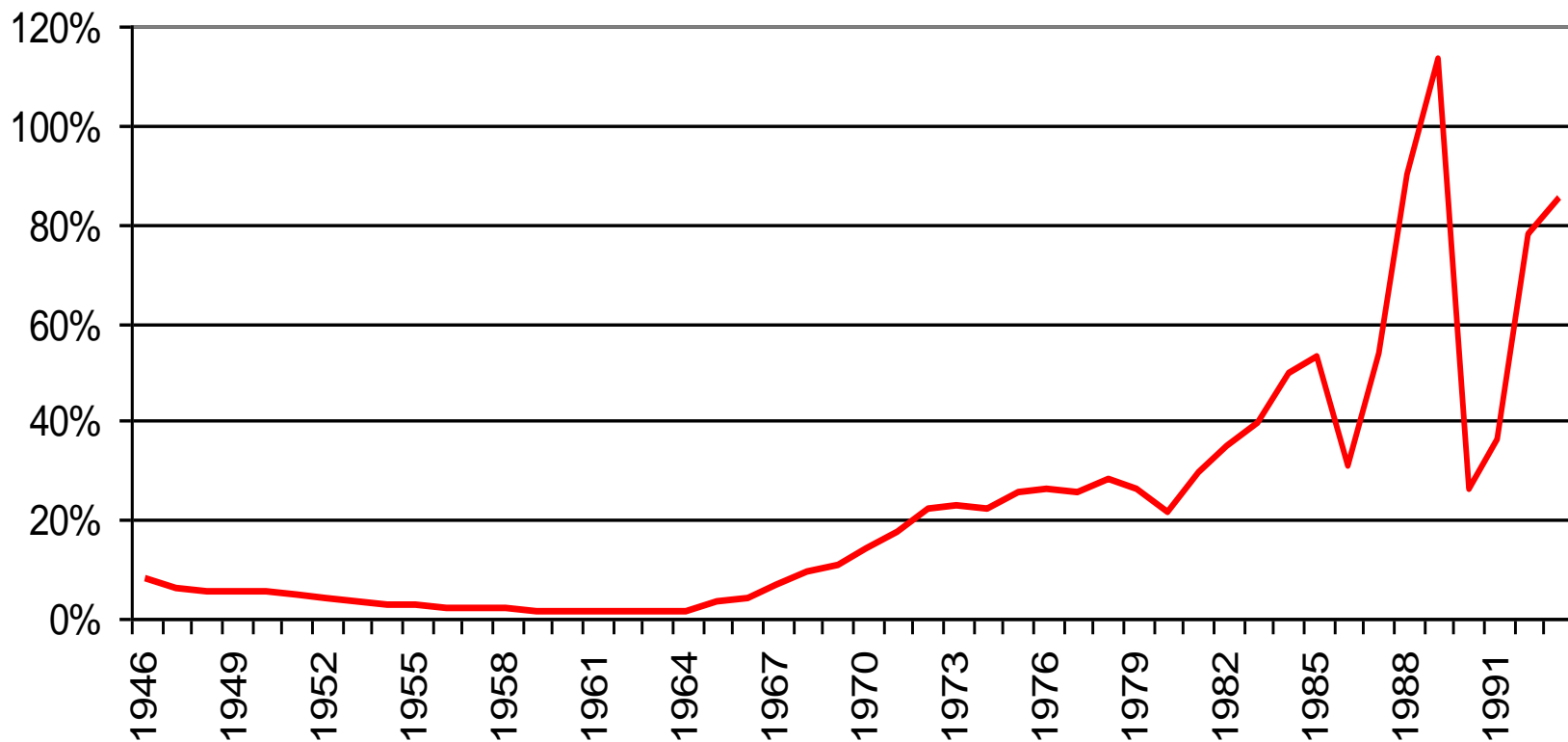
# Crescimento real dos haveres não monetários



# Taxa de juros e inflação mensal: média móvel 12 meses



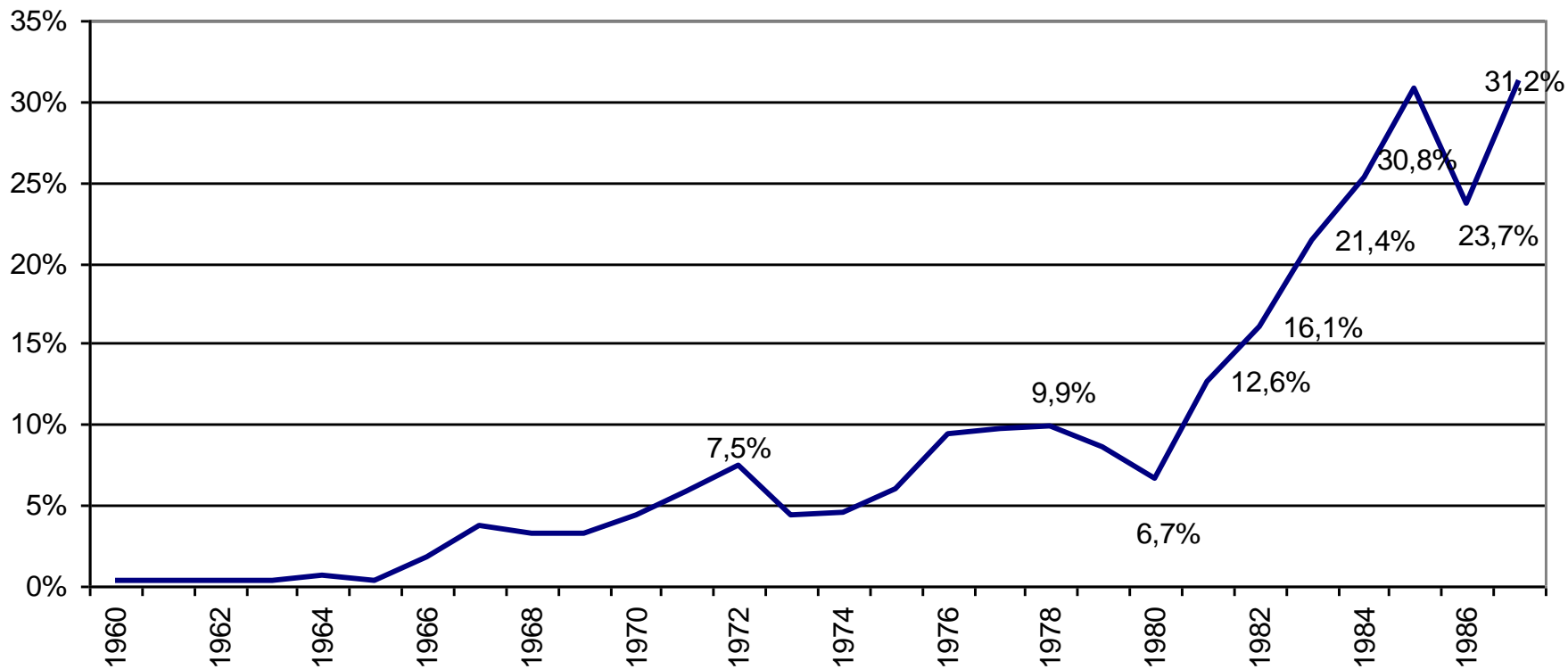
**Haveres não monetários  
(exceto títulos em poder do BC) - %PIB  
1946-1993**



Fonte: Ipeadata

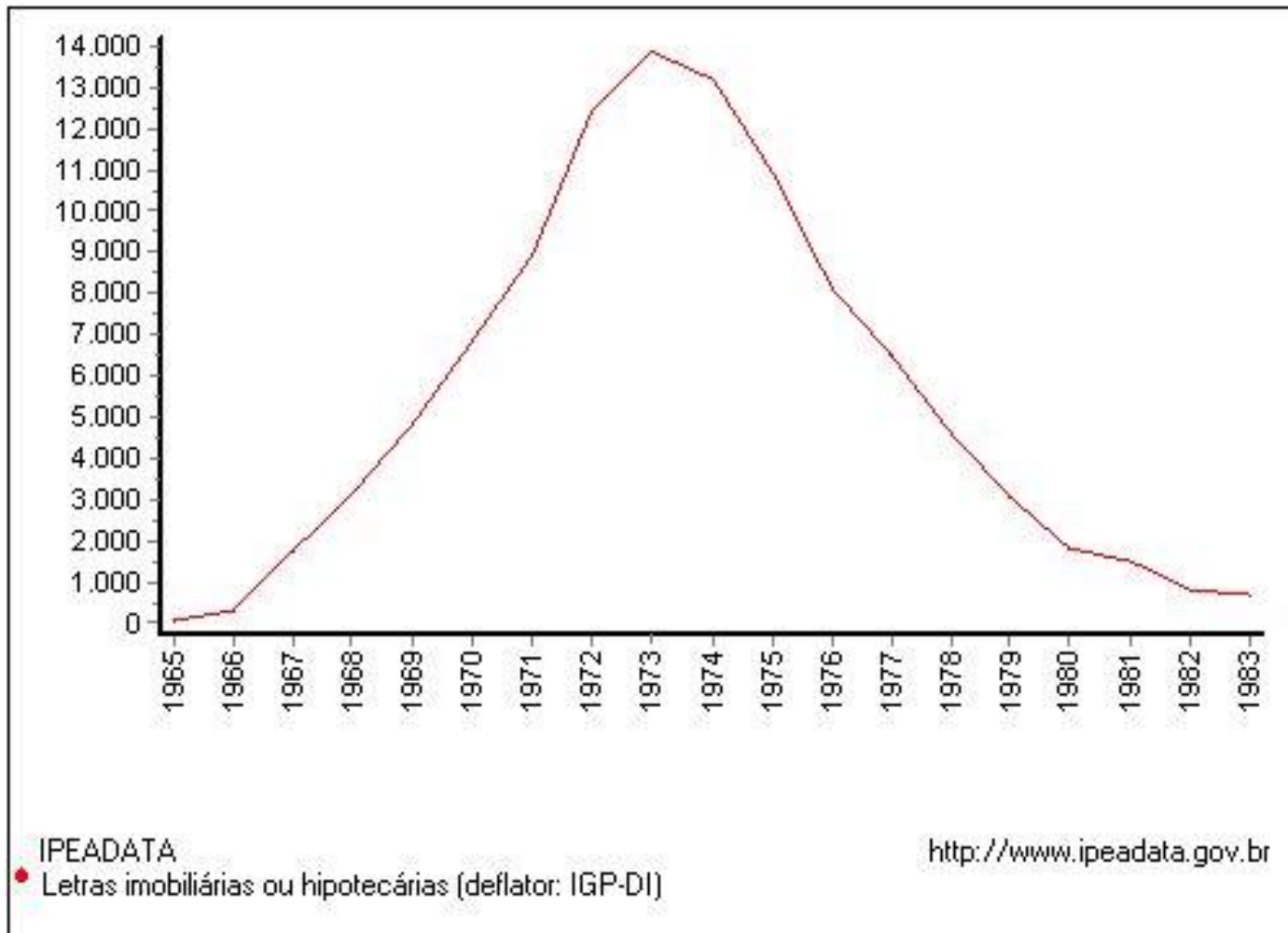


# Dívida Interna Federal (% PIB)



Fonte: Anuário Estatístico do Brasil

# Letras imobiliárias: valor real

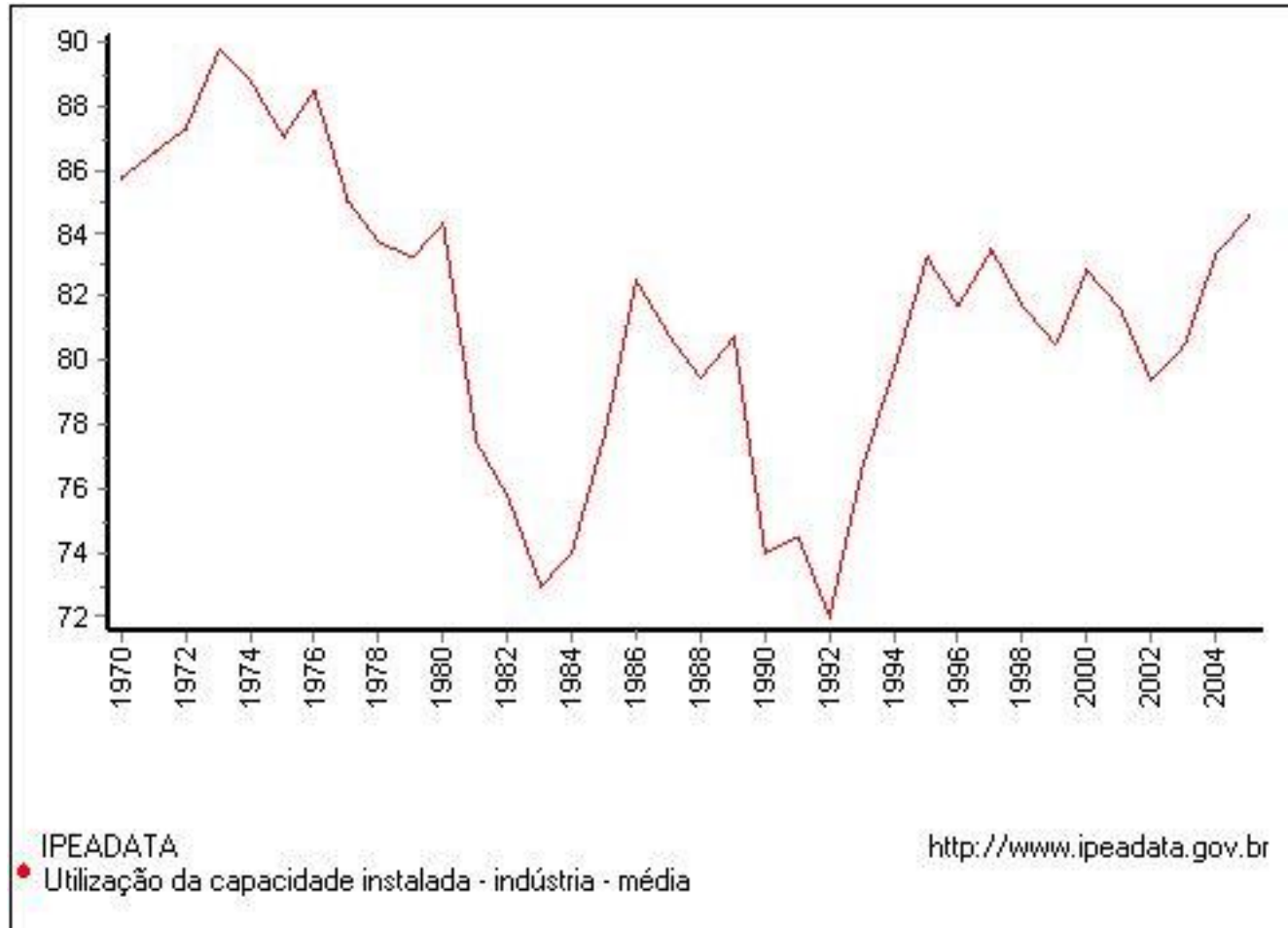


# Investimentos crescem

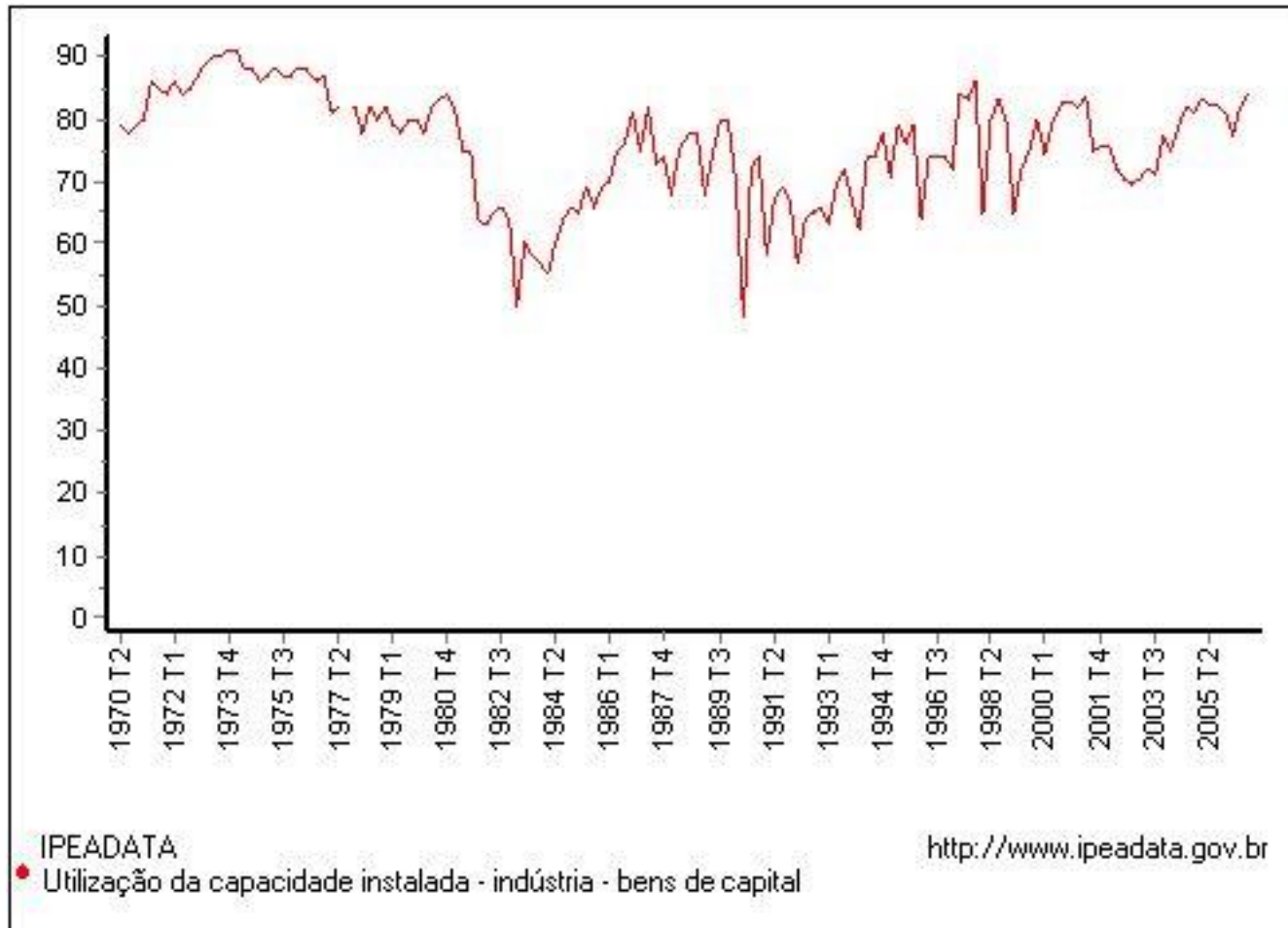
- redução da capacidade ociosa eleva FBCF/PIB:

1964-66	15,2%
1967	16,2%
1968-70	18,9%
1971-73	20,5%
- Coordenação dos incentivos do governo
  - Conselho de Desenvolvimento Industrial – CDI
- controle sobre o BNDE e Banco do Nordeste
  - Finame: 1971 crédito de longo prazo p/ bens de capital
- Participação privada e pública nos investimentos
  - Setor privado e estatais aumentam participação

# Utilização da capacidade da indústria



# Utilização da capacidade instalada: bens de capital (%)



# Estatais

- Criação de 231 novas empresas entre 1968-74
- Participação do estado já era elevada
- Recursos para expansão

próprios	45% 1972-73
Tesouro	12,3% 1974-75
ações	1,8%
empréstimos internos	8,3%
empréstimos externos	16,9%

# Estatização

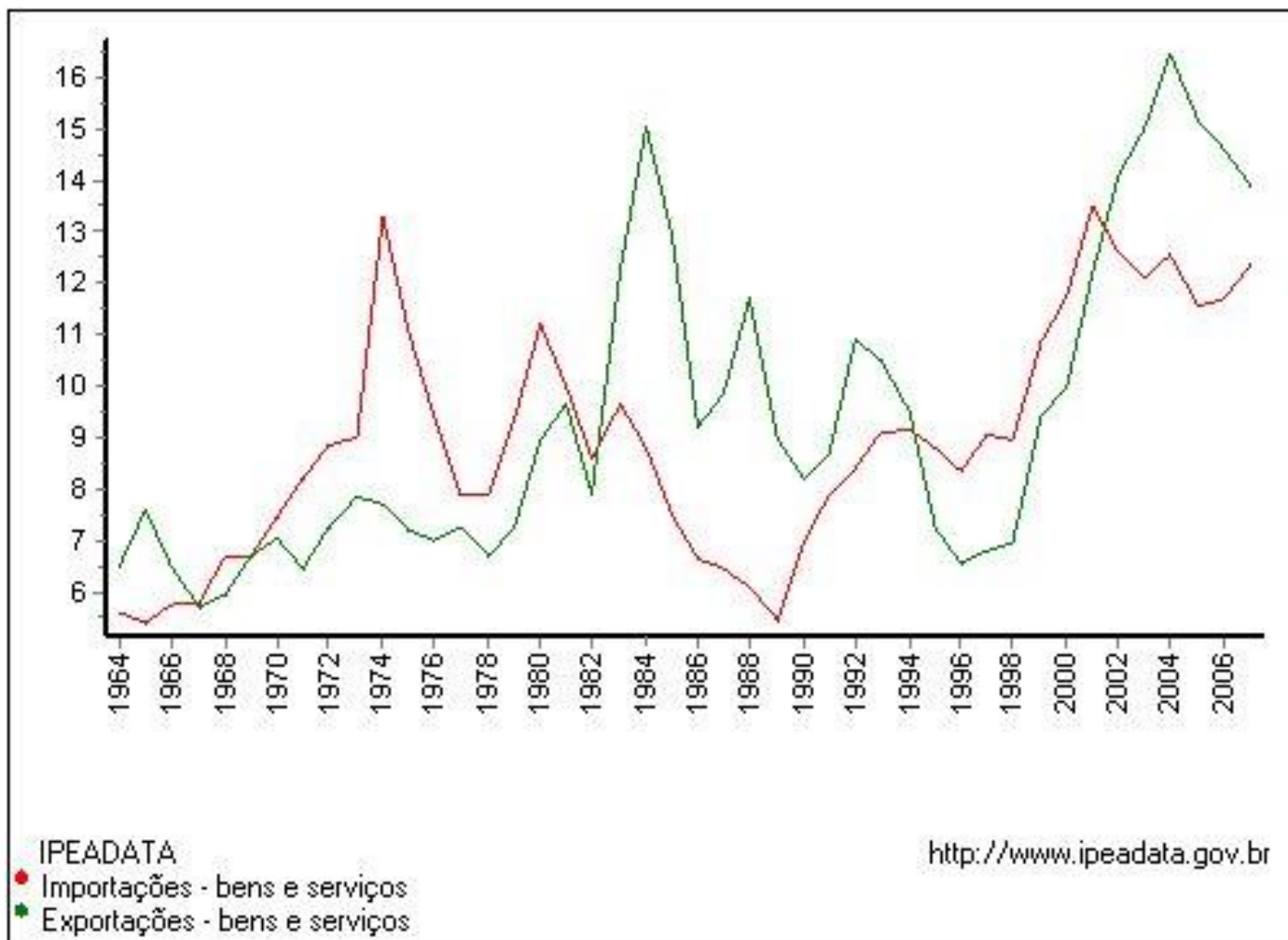
“Nos quinze anos seguintes ela aparecera aqui e ali, mas nunca chegara a se transformar numa bandeira mobilizadora. A ditadura sacramentara a estatização da infra-estrutura econômica do país sem ouvir queixas. Em 1962 só 12 das trinta maiores empresas pertenciam ao Estado. Em 1971 elas eram dezessete. No final do delphinato o Estado detinha 45,8% do patrimônio líquido das 5257 principais empresas não agrícolas. Em 1972, durante as grandes festas do Milagre, o Estado era dono de 46 das cem maiores empresas não financeiras do Brasil, e de 9 das cem maiores empresas manufatureiras (contra 7 em 66). No delphinato a participação do setor público na indústria passara de 8% em 1966 para 15% em 72.” (GASPARI, 2004, p. 54).

# 5 – Setor externo

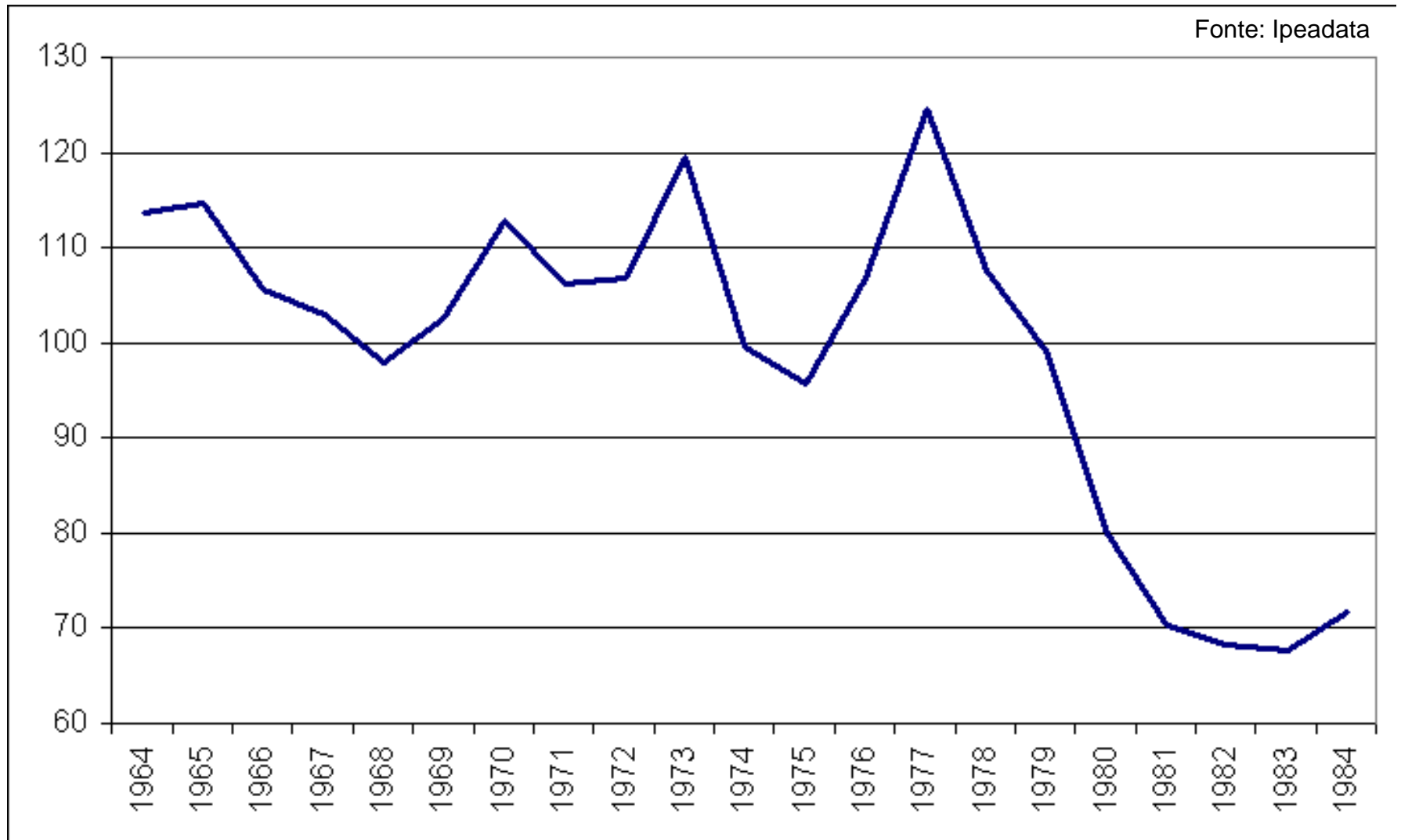
- Economia internacional em grande expansão
- Cresce o mercado financeiro internacional
- Percepção do momento de abertura
  - Expansão das exportações e mais importações até em relação ao PIB
  - Crescimento dos preços > quantum
  - Ganhos de termos de troca
- Redução das tarifas de importação de 47% para 20% em 1967
  - Redução do saldo comercial → déficit



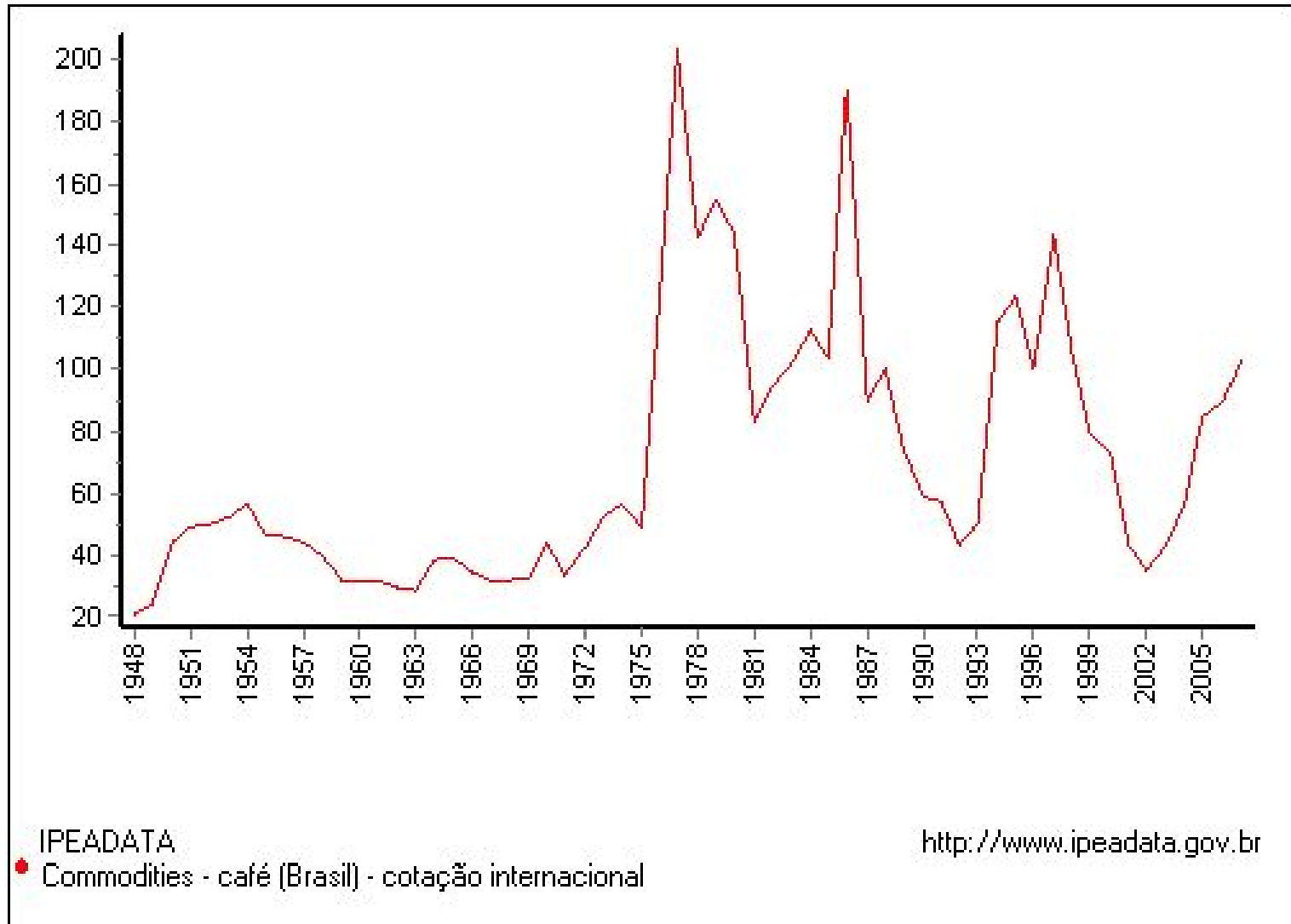
# Exportações e importações no PIB



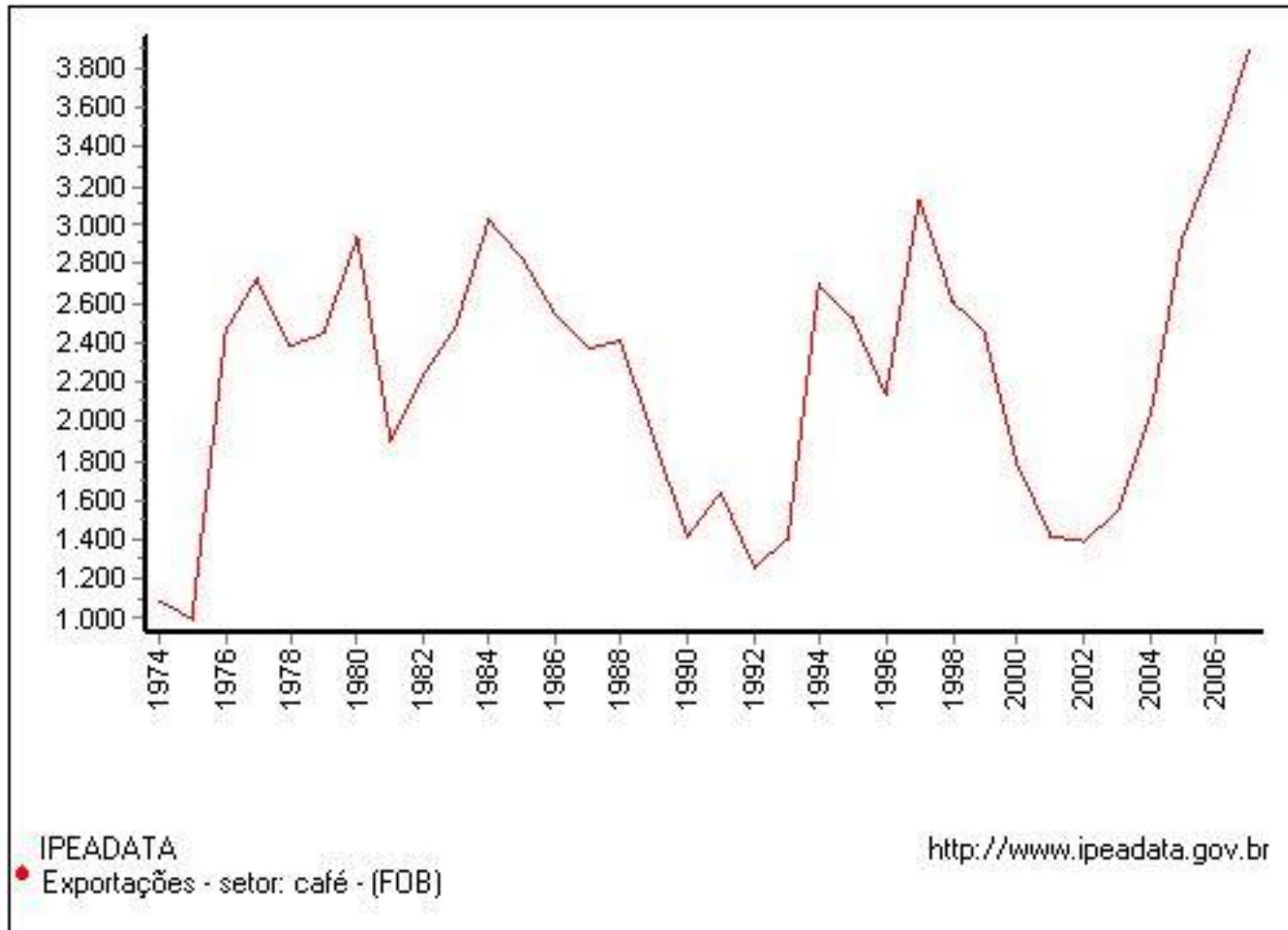
# Termos de troca



# Preço do café em cents de US\$



# Valor exportado de café em milhões de US\$

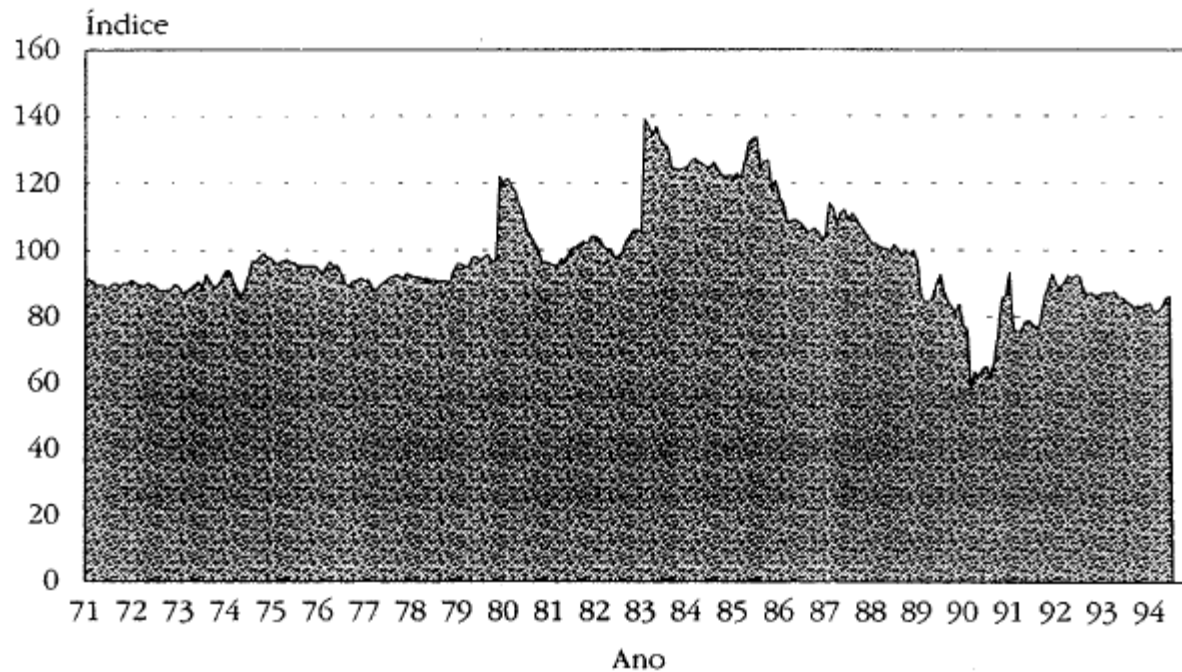


# Comércio exterior: medidas

- Incentivos fiscais para exportação
  - isenção e crédito do valor adicionado do IPI e ICM
  - possibilidade de importação sem impostos
  - crédito subsidiado
  - Barata: de cada cruzeiro exportado 0,44 isenção
- Regime de minidesvalorizações cambiais: ago. 68
  - câmbio menos incerto e mais realista
  - fixo em termos reais → regra PPC
  - generalização da indexação → persistência da inflação
  - perda de controle monetário, pois fixa o câmbio real
- Desburocratização administrativa

# Câmbio real mensal

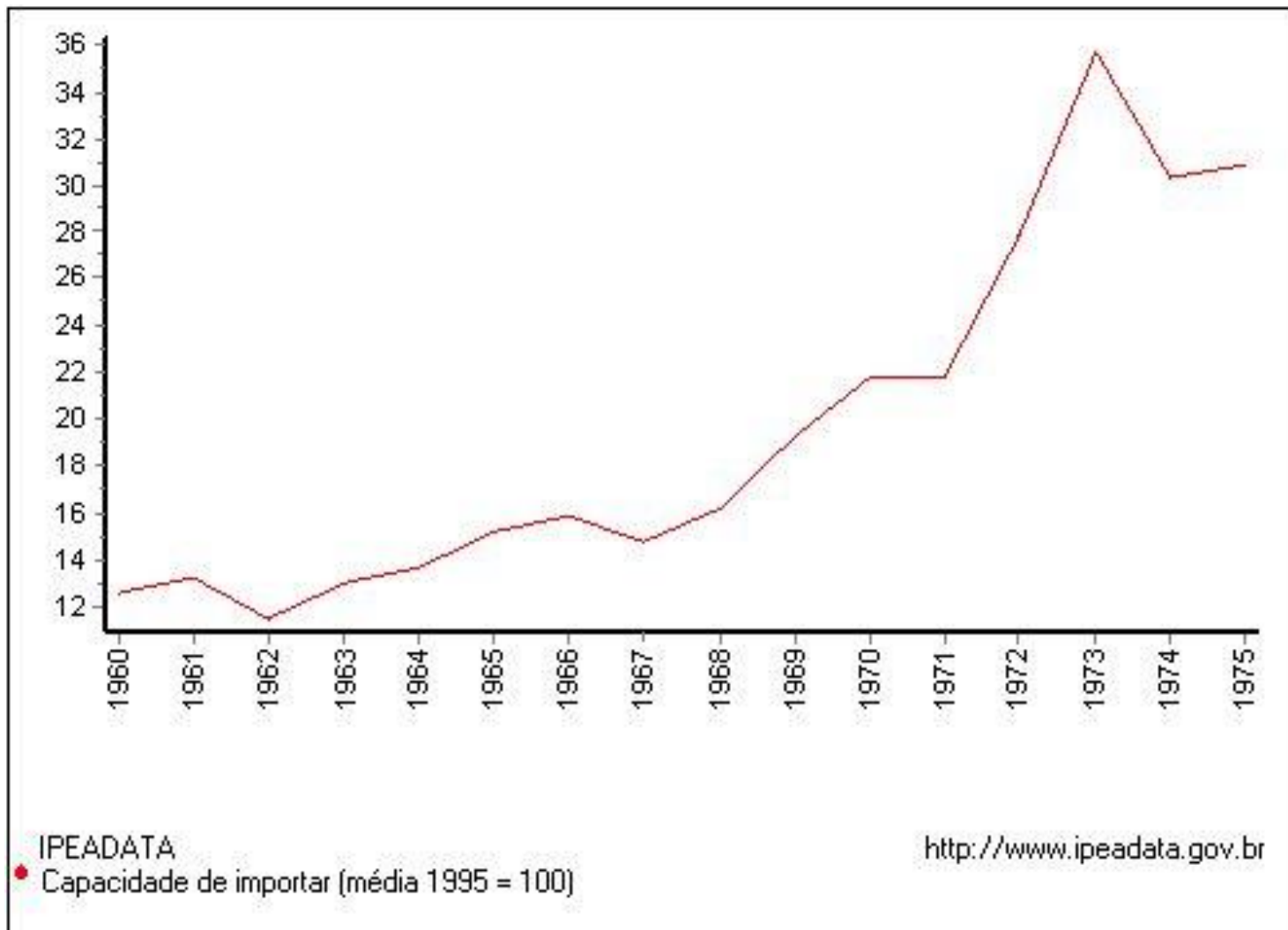
Gráfico 3  
Taxa real de câmbio



# Resultados

- Diversificação da pauta de exportações
  - café 42% em 1967-68 → 27,8% em 1972-73
  - soja 1,9% em 1967-68 → 14,8% em 1973
  - manufaturados 16,8% em 1966 → 31,3% em 1973
- Exportação de não duráveis
- Crescem as importações de bens de capital e petróleo
- Maior participação no comércio mundial 0,88% em 1967-68 → 1,2% em 1972-73
- Ampliação da capacidade de importação

# Capacidade de importar



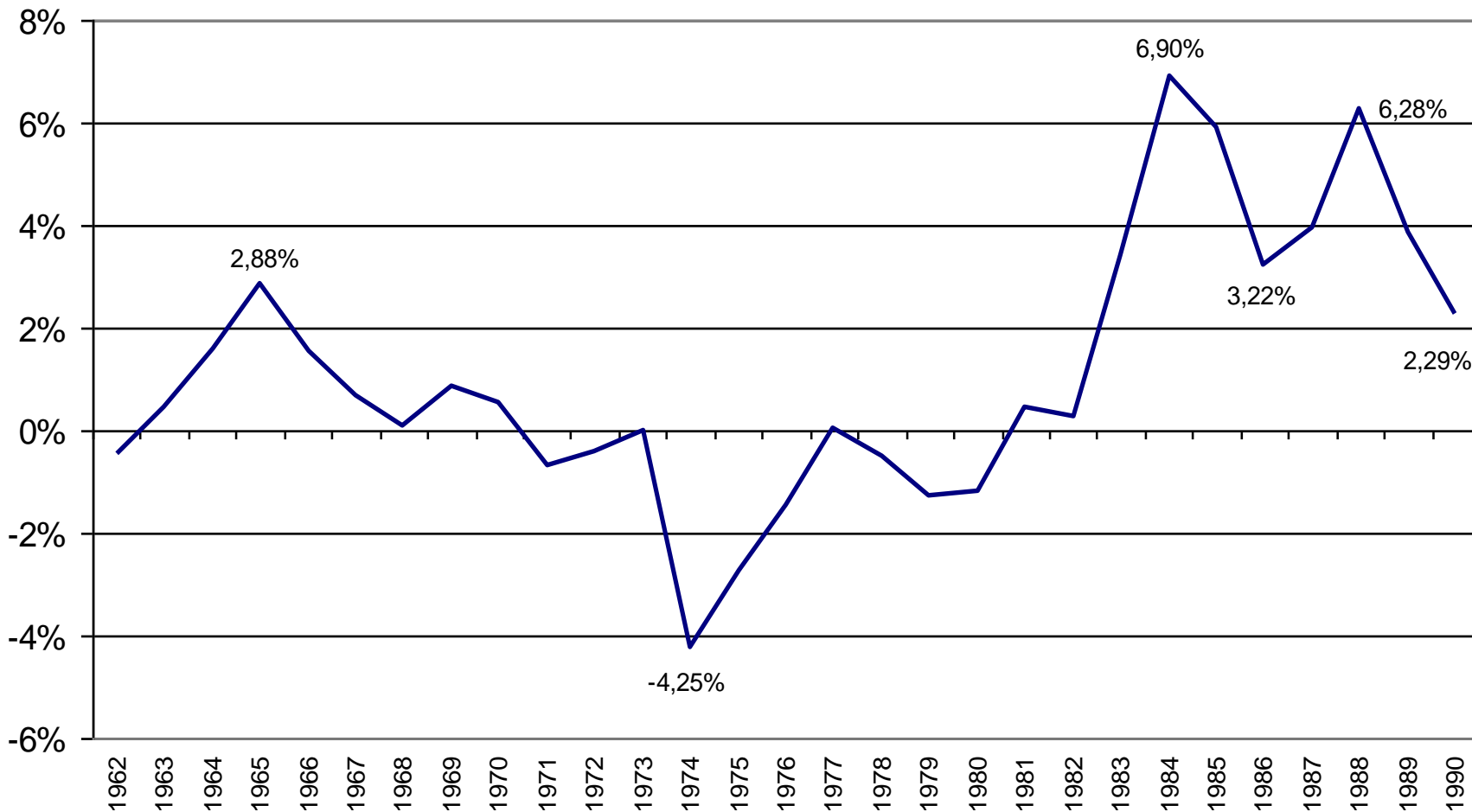


# Contas externas

- Balança comercial positiva → equilíbrio
- Transações correntes negativas
  - serviço da dívida cresce
- Endividamento externo
  - empréstimos oficiais entre 1964-66
  - crescimento privado: 26,9% em 1967 e 64,1% em 1973
  - dívida 3,8 bilhões em 1968 e 12,6 em 1973
- Investimentos externos em grande volume
  - poupança externa < interna
- Resolução 63 do Bacen de 1967
  - facilita a tomada de empréstimos no exterior com risco cambial do contratante e intermediado por bancos
- Acúmulo de reservas
  - chegam a 6,4 bilhões em 1973

# Saldo da Balança Comercial

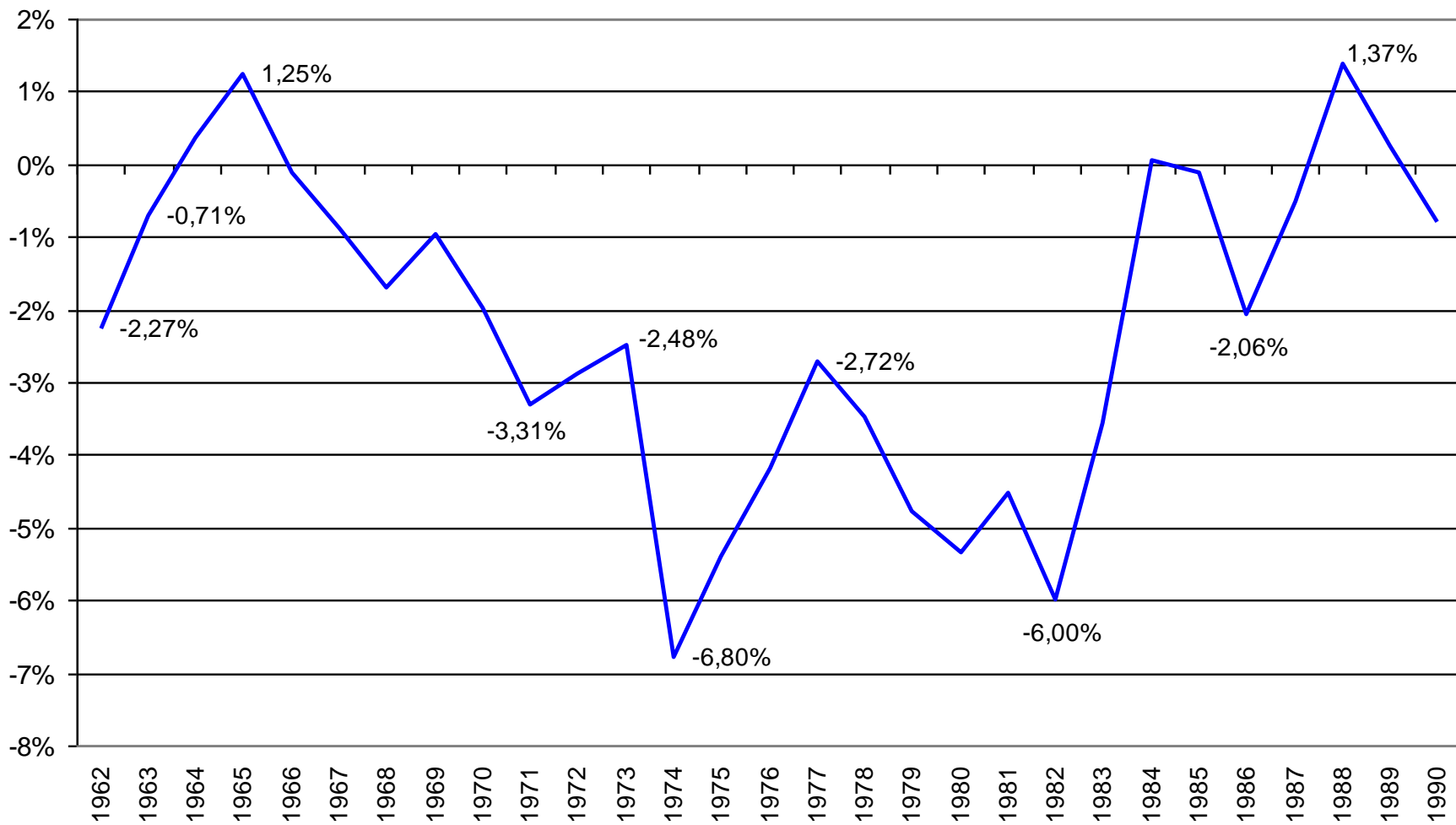
## % PIB



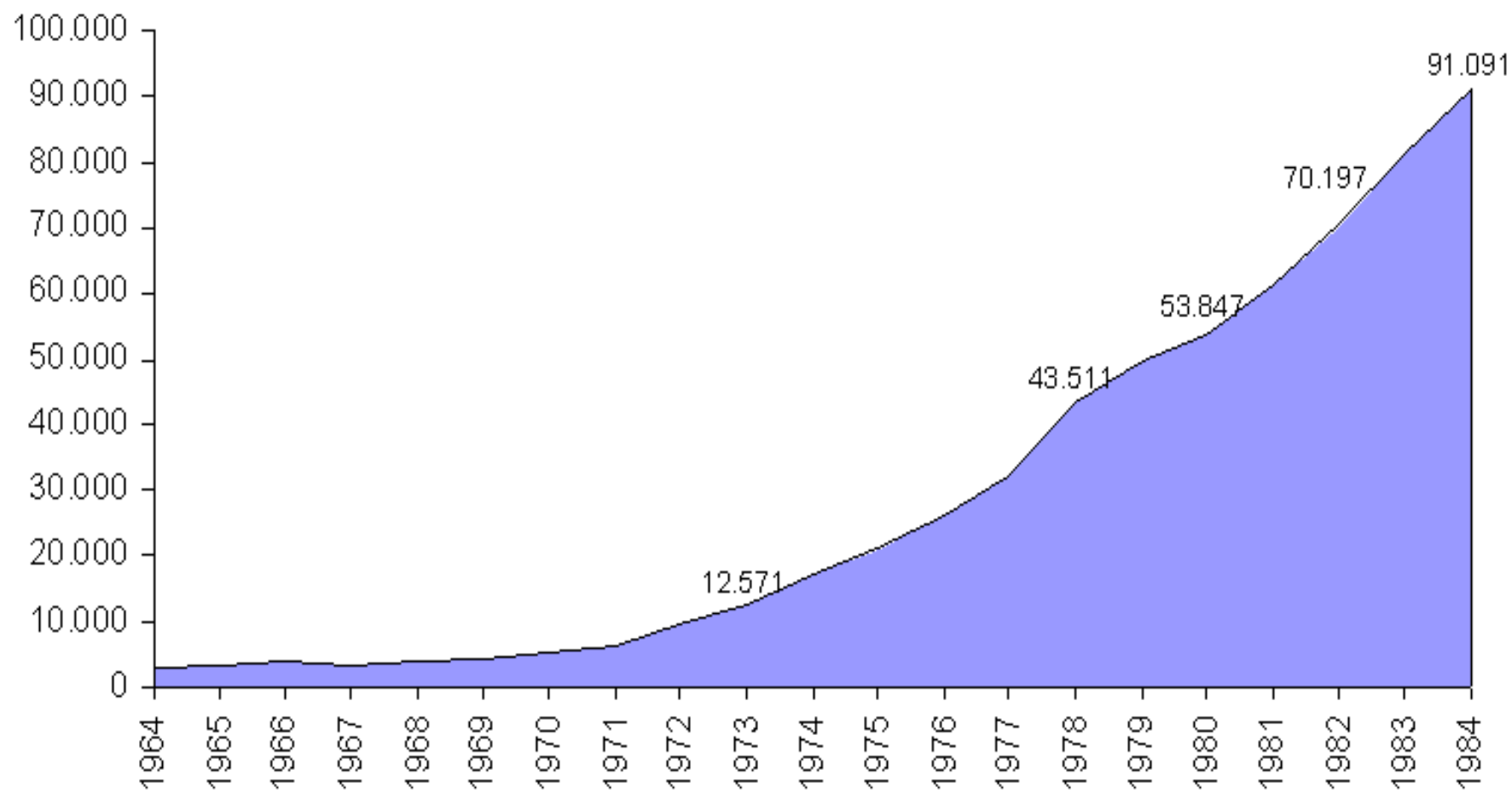
Fonte: Ipeadata

# Saldo Transações correntes

## % PIB

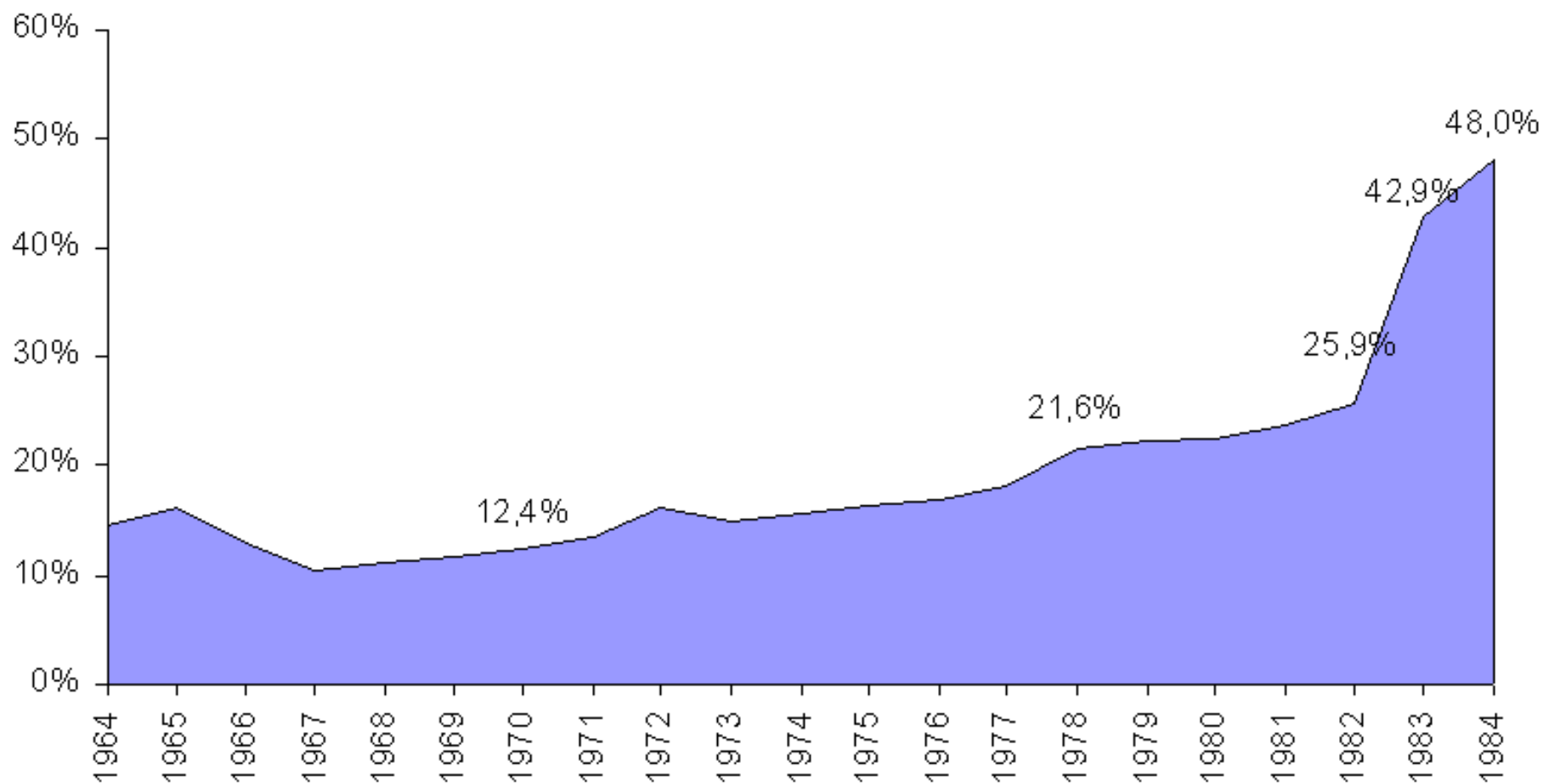


## Dívida externa registrada: 1964-1984 (US\$ Milhões)



Fonte: Ipeadata

## Dívida externa registrada: 1964-1984 (% PIB)



Fonte: Ipeadata

# 6 – Política salarial e distribuição

- Erros de previsão inflacionária → resíduo repostado automaticamente no próximo reajuste
- Sem arrocho de salários: até certo crescimento salário mínimo não se reduziu mais  
crescente escassez de mão-de-obra qualificada
- Massa de salarial reduz-se  
55,5% em 1959 para 52,0% em 1970
- Piora da distribuição de renda  
ampliação da desigualdade de salários  
Debate Fishlow x Langoni:  
Gini de 0,50 em 1960 e 0,57 em 1970 (sem renda zero)  
Gini de 0,56 em 1960 e 0,61 em 1970 (com renda zero)  
**interpretação das razões da piora da distribuição**

# Salário mínimo real (1944-1990)

(Valores em R\$ de 2007)

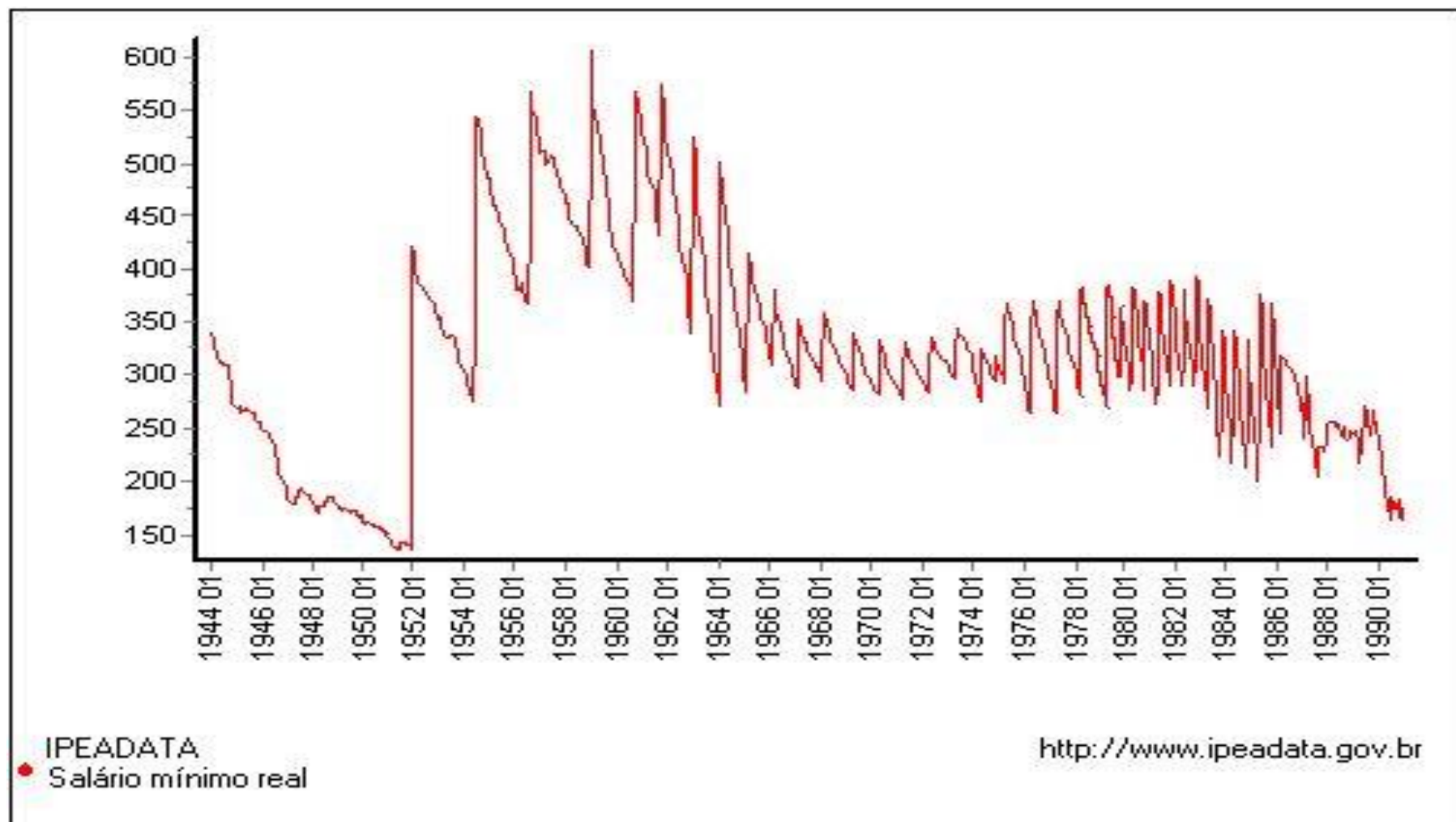
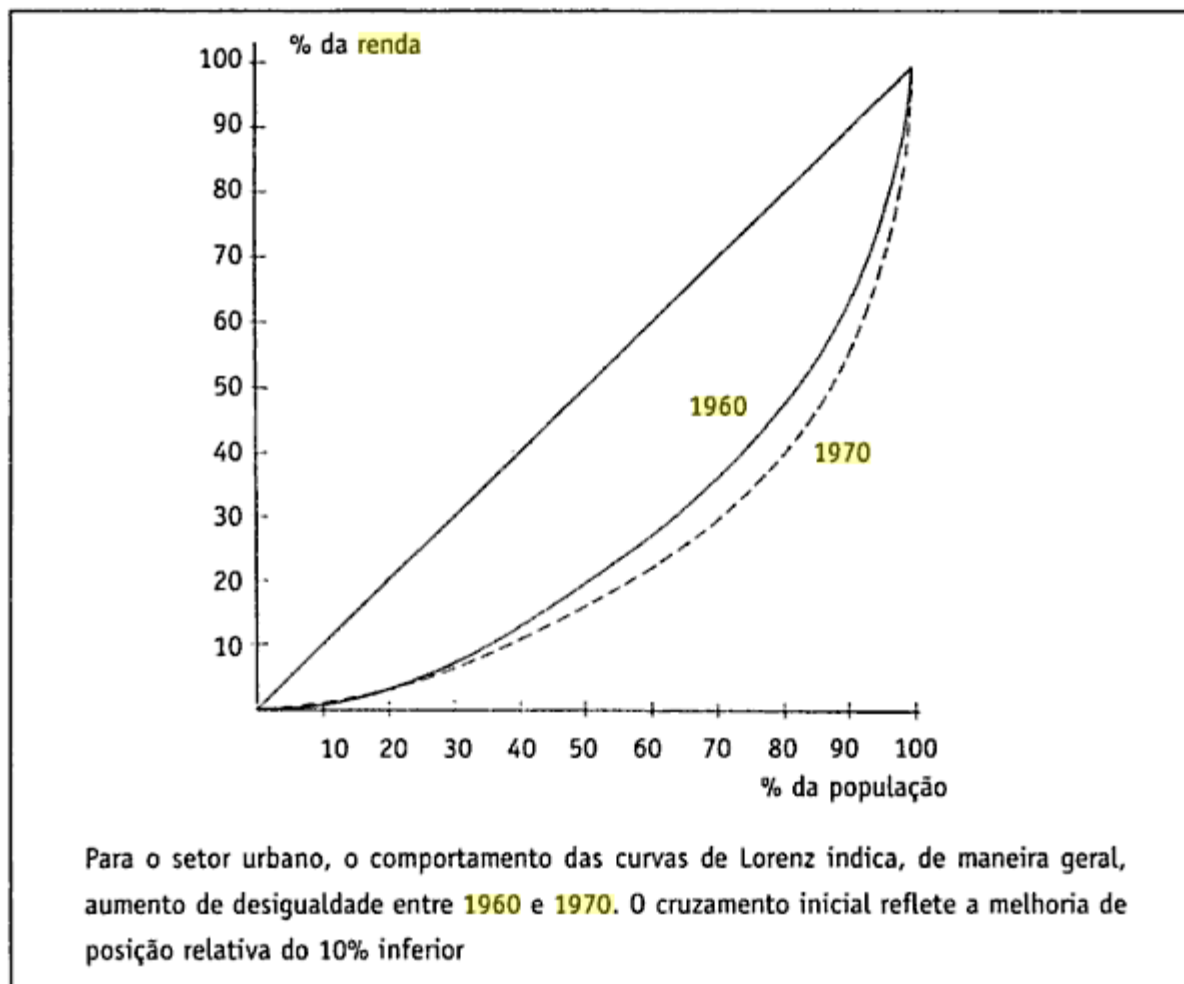


Gráfico 3.3  
Comparação da **distribuição da renda 1960/1970**  
(curva de Lorenz) — setor urbano





# Resultados do Milagre

- **Superou** os objetivos de crescimento  
maiores investimentos
- Contenção da inflação
- **Abertura:** crescimento e diversificação das exportações
- Retomada da entrada de capitais externos
- Crescimento não foi liderado pelo endividamento externo
- Acúmulo de reservas

# Perspectivas agônicas

- Inflação de demanda cresce
  - π efetiva em 1973: 25% - expurgos do Delfim
- Desequilíbrios da indústria
- Concentração de renda
- Piora da balança comercial
  - choque do petróleo
- Valorização do câmbio em 1973
- Dívida externa crescente

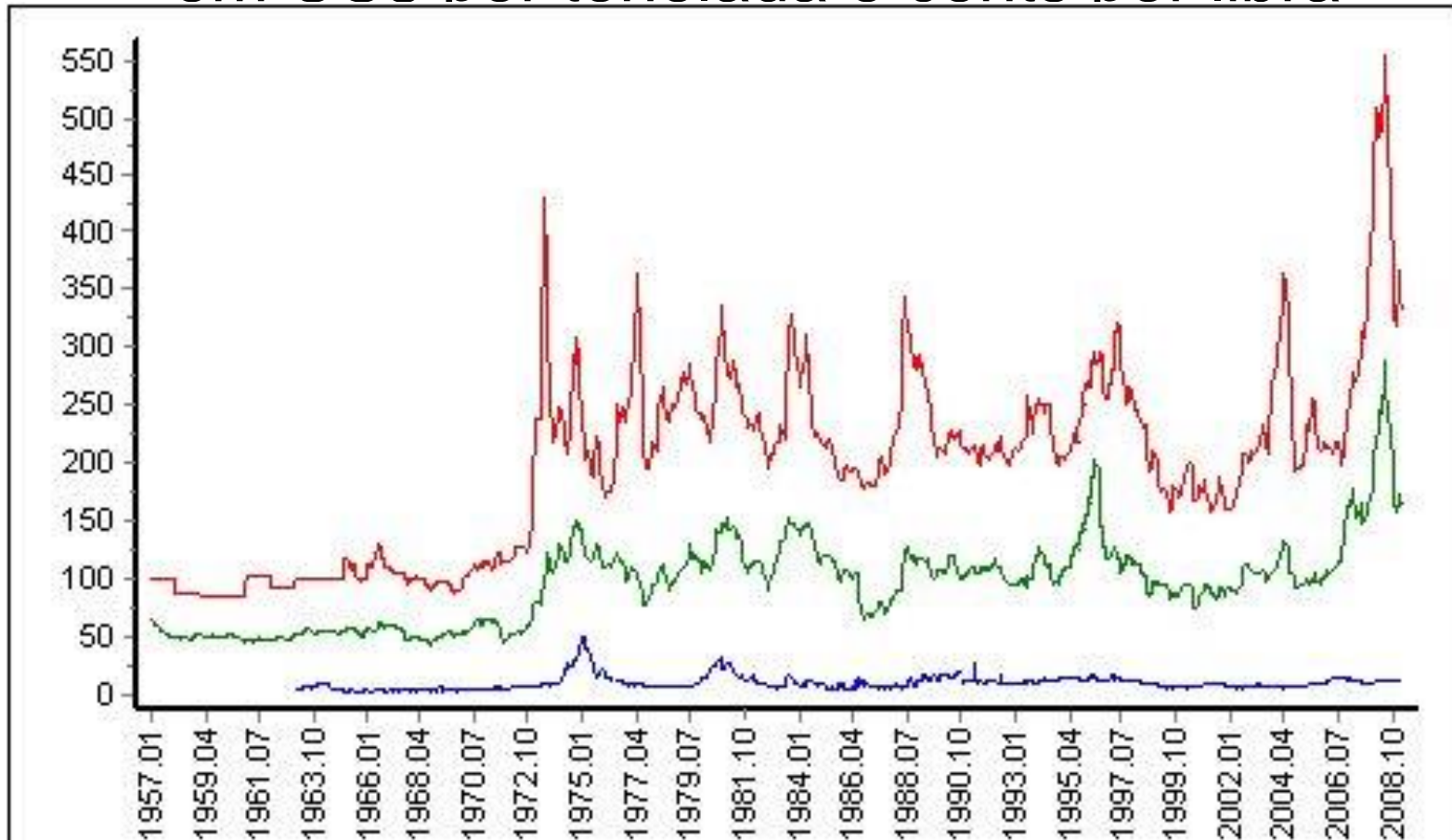
# B - Desaceleração

- Entendimento da crise dos anos 80 e 90
  - Problema da dívida externa
  - Estabilização inflacionária
- Diminuição dos graus de liberdade de execução da política econômica
- Final do Milagre → excesso de demanda
  - Inflação
  - Desproporção entre os setores: gargalos → importações

# 1 – Final do Milagre

- Superaquecimento mundial e brasileiro
  - Crescimento mundial de 7% e BR + 10%
  - Crise do sistema monetário mundial: câmbio flutuante
  - Inflação elevada no mundo e no Brasil
- Maior consumo de energia  $\approx$  boom de primários  
elevação dos preços dos principais bens de export.
- Reservas limitadas dos recursos  
crescentes importações do Oriente Médio
- **Choque:**  $\uparrow$  preços do petróleo
  - Guerra Yom Kippur
  - Opep – cartel concentra fornecimento
  - Arabian Ligth: 2,89 em out.  $\rightarrow$  11,65 US\$ em dez. 73

# Preço do açúcar, milho e soja em US\$ por tonelada e cents por libra

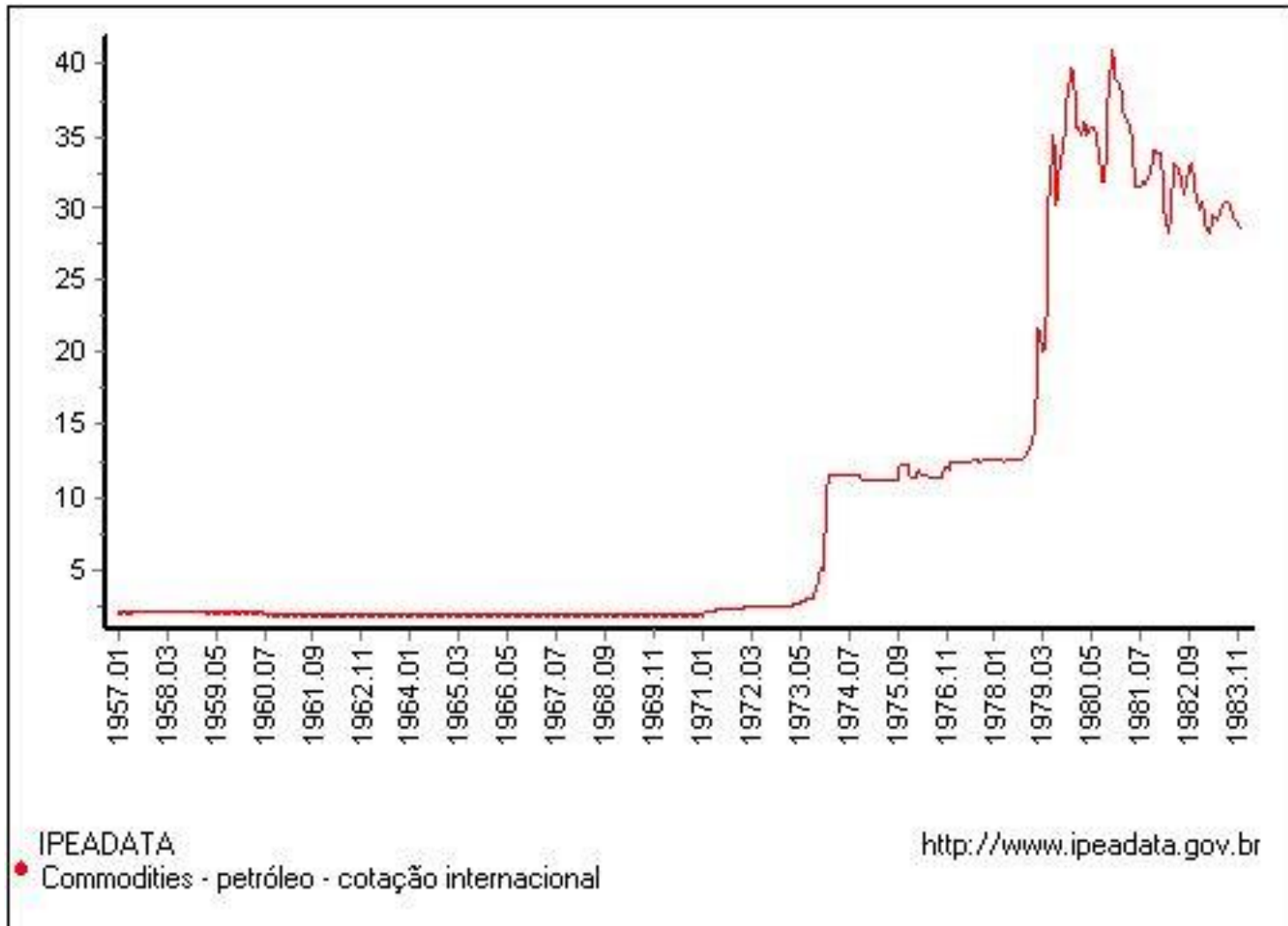


IPEADATA

- Commodities - soja em grão - cotação internacional
- Commodities - milho (Estados Unidos) - cotação internacional
- Commodities - açúcar - cotação internacional

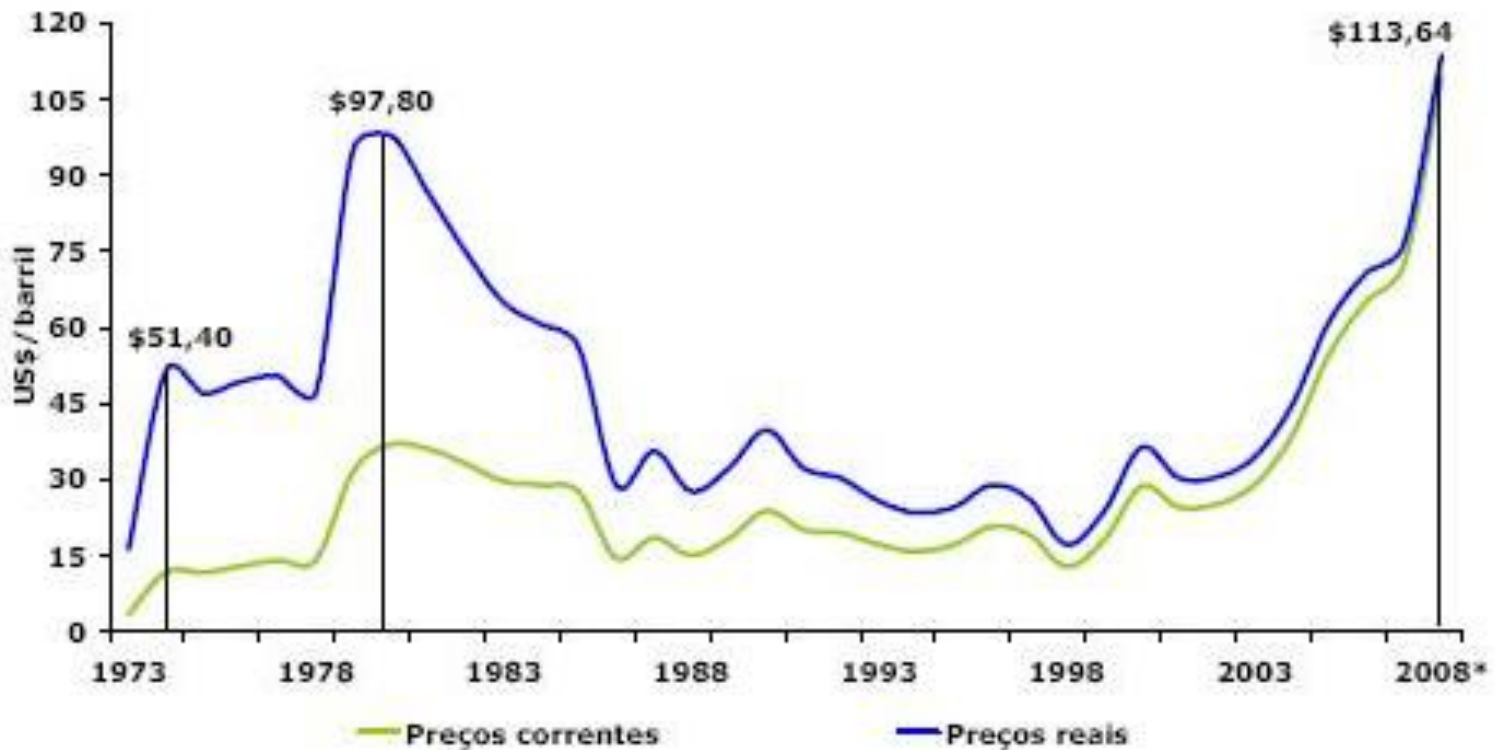
<http://www.ipeadata.gov.br>

# Preço médio nominal do barril em US\$



# Preço real do petróleo

Comportamento do preço do petróleo de 1970 a 2008, preços reais em junho/2008



(fonte: BP para preços até 2007 & CBIE)

# Choque do petróleo: reação

- Percepção da crise:
    - a) Conjuntural X estrutural  
curto prazo longo prazo  
financiamento mudar a matriz energética
    - b) Crise interna X externa  
superaquecimento recessão mundial
    - c) Ajustamento via demanda X via oferta  
cortar o excesso de demanda alterar a matriz  
recessão longo prazo
- questão energética e tecnológica



# Ajuste no resto do mundo

- OECD contenção da demanda e exportação
- Desvalorização e  $\uparrow$  P de energia
- Incentivo aos novos produtores  
URSS, GBR, MEX, China
- Uso mais racional da energia
  - Incentivo à conservação
  - Menor intensidade energética, principalmente petróleo
  - Maior diversificação de fontes: gás, nuclear

# Choque do petróleo no Brasil

- Súbita elevação dos preços: OPEP
- Elevada dependência da importação  
déficit comercial agrava
- Reação ou não?
- Mudança política em 1974  
Medici → Geisel  
Delfim → Simonsen  
Velloso continua com os “projetos de impacto”
- Transferir o aumento internamente?

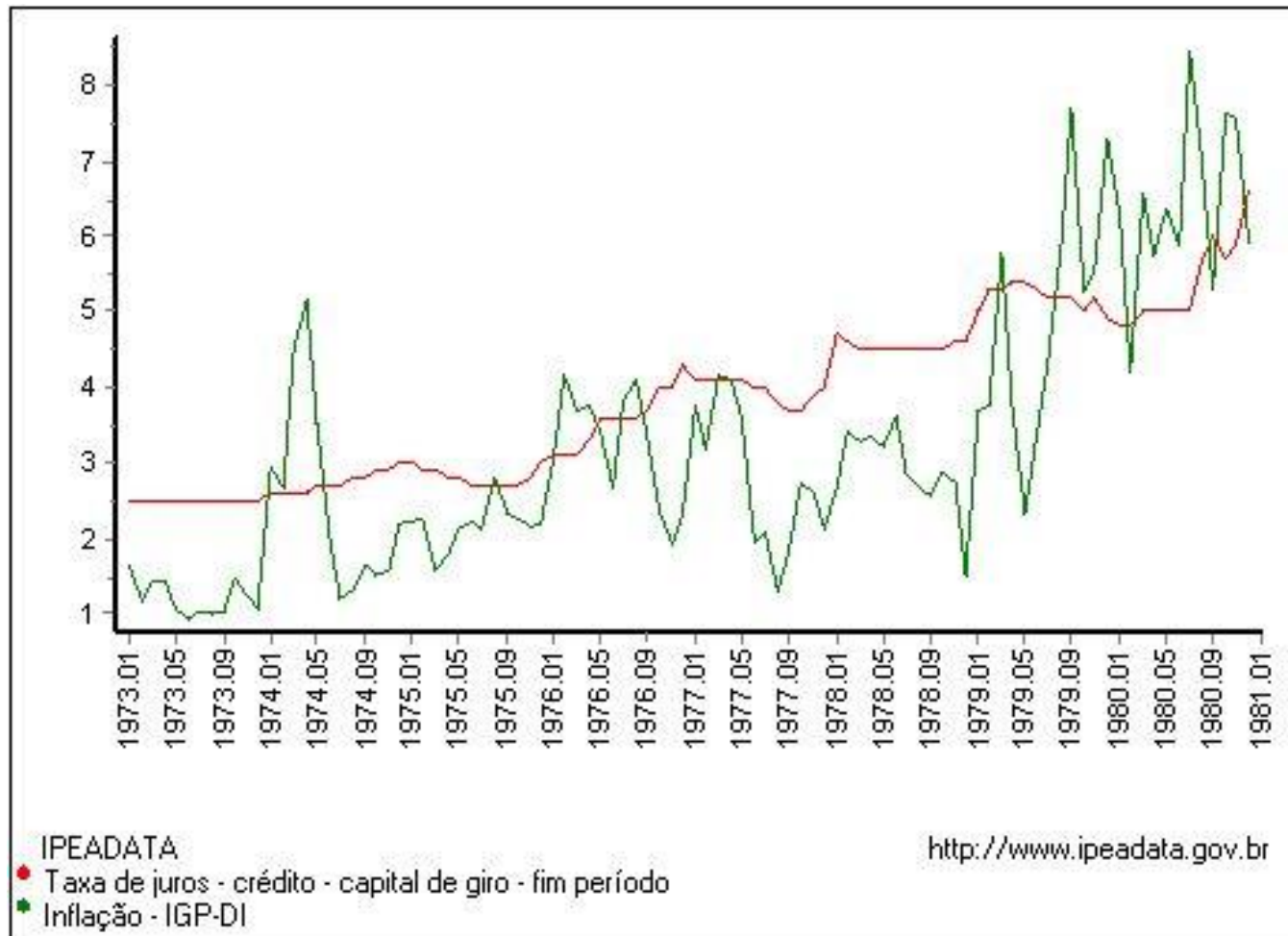
# Novo governo: 1974

- **Simonsen:** tentativa de controle da inflação
- “Despressão” dos preços
  - remoção dos controles → inflação corretiva
- Oficialização da regra de correção monetária
- Revisão da lei salarial
  - recomposição do salário real dos últimos 12 meses
- Política monetária restritiva no início
  - falência do Halles → abandono da política
- Condicionantes internos e não do externos
  - desconhecimento do tamanho do choque

# Desconhecimento na prática do choque do petróleo

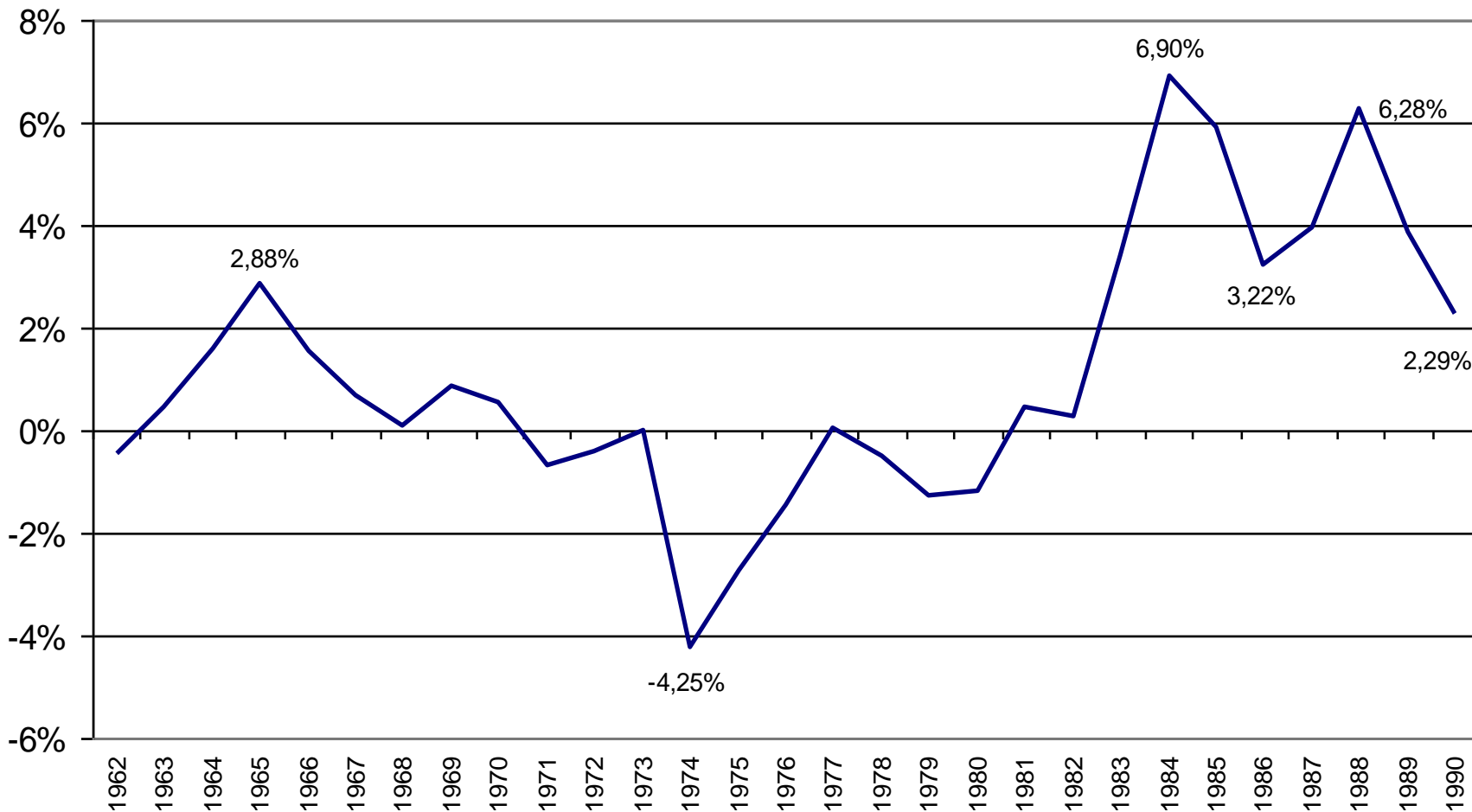
- Restrição monetária em 1974?
- Descontrole monetário
  - Δbase de 32,9%
- Inflação atinge 35%
  - elevado custo de reter moeda
- Taxa de juros real negativa em 1974
- Não ajuste custa 6 bilhões de déficit
  - déficit comercial de 4% do PIB
  - déficit transações correntes de 6% do PIB

# Taxa de juros e inflação



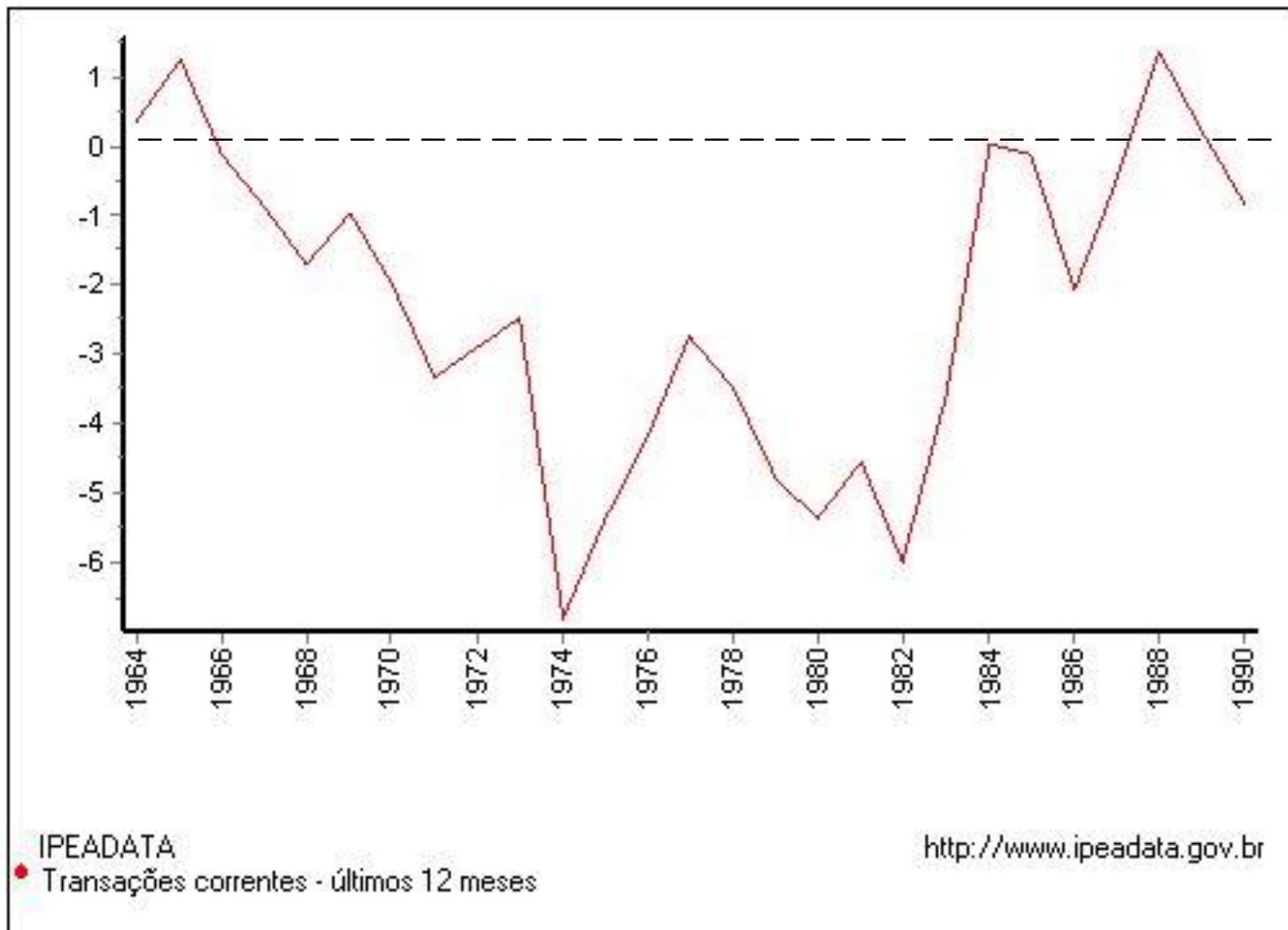
# Saldo da Balança Comercial

## % PIB



Fonte: Ipeadata

# Saldo de Transações correntes: % PIB

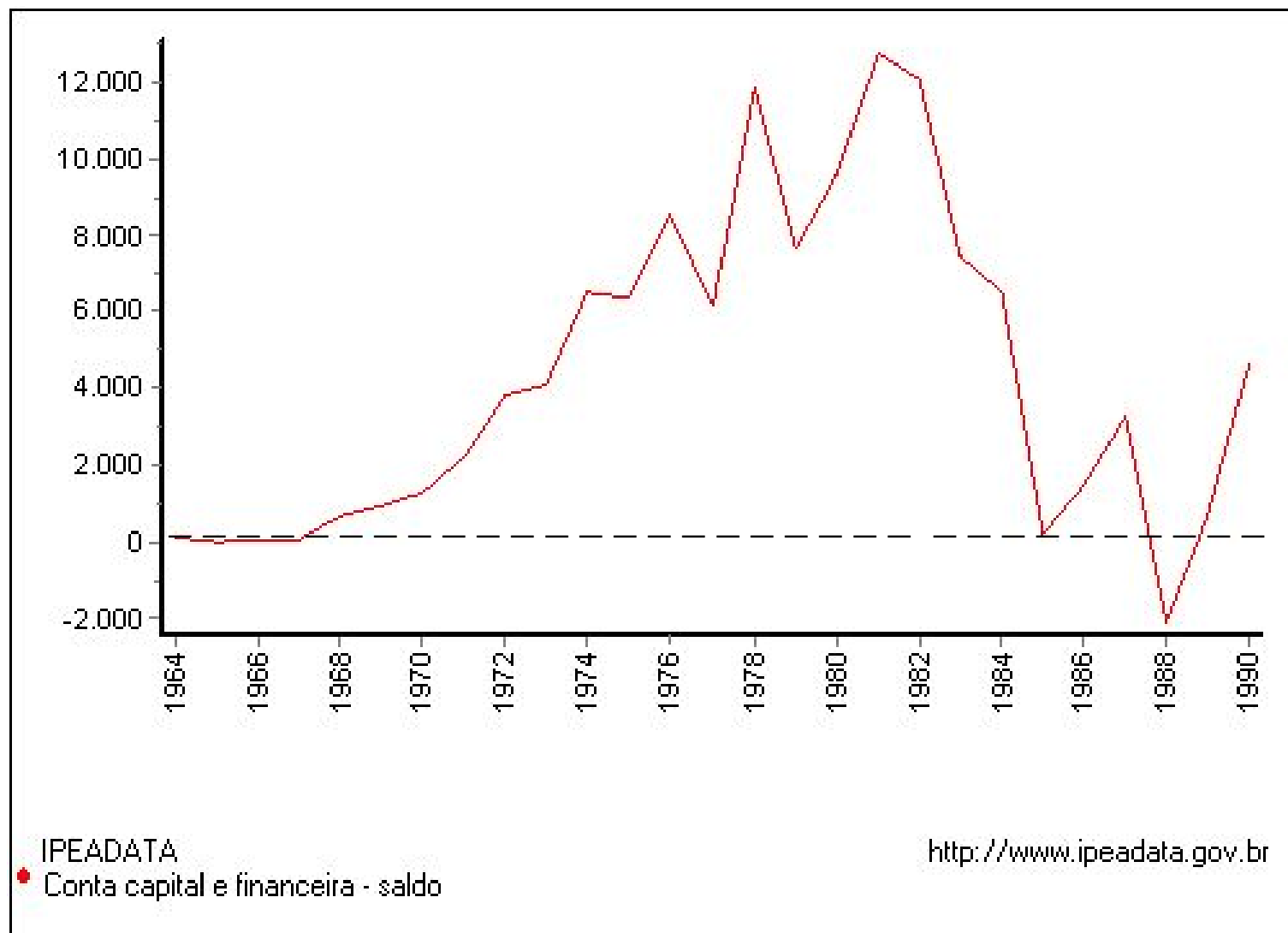


# Opções de estratégias

- Desvalorizar o câmbio e mudar os preços relativos
  - conter a demanda excessiva →  $\downarrow \pi$
  - ajuste imediato dos desequilíbrios
  - reduzidas elasticidades preços das exportações
  - pauta ainda muito concentrada em primários
- Realização lenta e gradual do ajuste externo
  - financiar** os déficits → hipótese da abundância de capitais externos
  - ajuste da oferta: mudar a matriz energética
  - não implica num política de demanda frouxa



# Saldo da conta capital e financeira: milhões de US\$



# Questões políticas

- Derrota nas eleições de 1974
  - Senado: 16 cadeiras MDB e 6 ARENA
  - Câmara: 160 cadeiras MDB e 204 ARENA
  - apoio das regiões menos desenvolvidas
- Geisel/Golbery: distensão lenta, gradual e segura
- Pacote de Abril em 1977 → fecha o Congresso
  - garantir o controle político
  - eleições indiretas para governador
  - senadores biônicos: eleitos pelas Assembléias
  - representatividade dos estados menos desenvolvidos
  - expansão do mandato de presidente para seis anos

# Solução pela linha de menor resistência

- Inviabiliza a política de contenção de demanda
- financiamento externo e postergar efeitos
  - ilha de prosperidade mundial
  - recessão nos países mais desenvolvidos
- 1975: já marcado pela “recessão”
- ajuste sem recessão → II PND
  - há um ajuste de longo prazo
- mudança estrutural
  - indústria e da matriz energética

# 2 – II PND

- a) Diagnóstico: duplo desequilíbrio  
balança de pagamentos  
estrutura produtiva: setorial
- b) Objetivos  
mudança do setor líder: bens duráveis → capital e insumos básicos  
direcionamento para mercado interno: ↑ tarifas  
ajuste externo via oferta: enfrentar o choque petróleo
- c) Estratégia  
fraqueza do capital privado nacional  
investimento público tem caráter central: estatais são chave nos setores: Energia, Transportes, Comunicação e Siderurgia

## **DESENVOLVIMENTO E GRANDEZA:**

### **O BRASIL COMO POTÊNCIA EMERGENTE**

## **META DE 1974 A 1979**

Crescimento do PIB = 61% e crescimento do PIB per capita = 40%

O Brasil pode, validamente, aspirar ao desenvolvimento e à grandeza.

Na última década, principalmente, mostrou a Nação ter condições de realizar política de país grande, com senso de seu próprio valor e consciência de responsabilidade — o habitual preço da grandeza. Ao mesmo

instalou-se, aqui, o maior parque industrial de nação subdesenvolvida. Registraram-se os mais altos índices de expansão, desde a Indústria às áreas de Infra-Estrutura Econômica, a campos sociais como Educação, Saúde, Saneamento, ao setor externo, quer quanto às exportações como às importações. Chegou mesmo a revelar-se um início de escassez de mão-de-obra não qualificada, em centros metropolitanos como São Paulo e Rio de Janeiro.

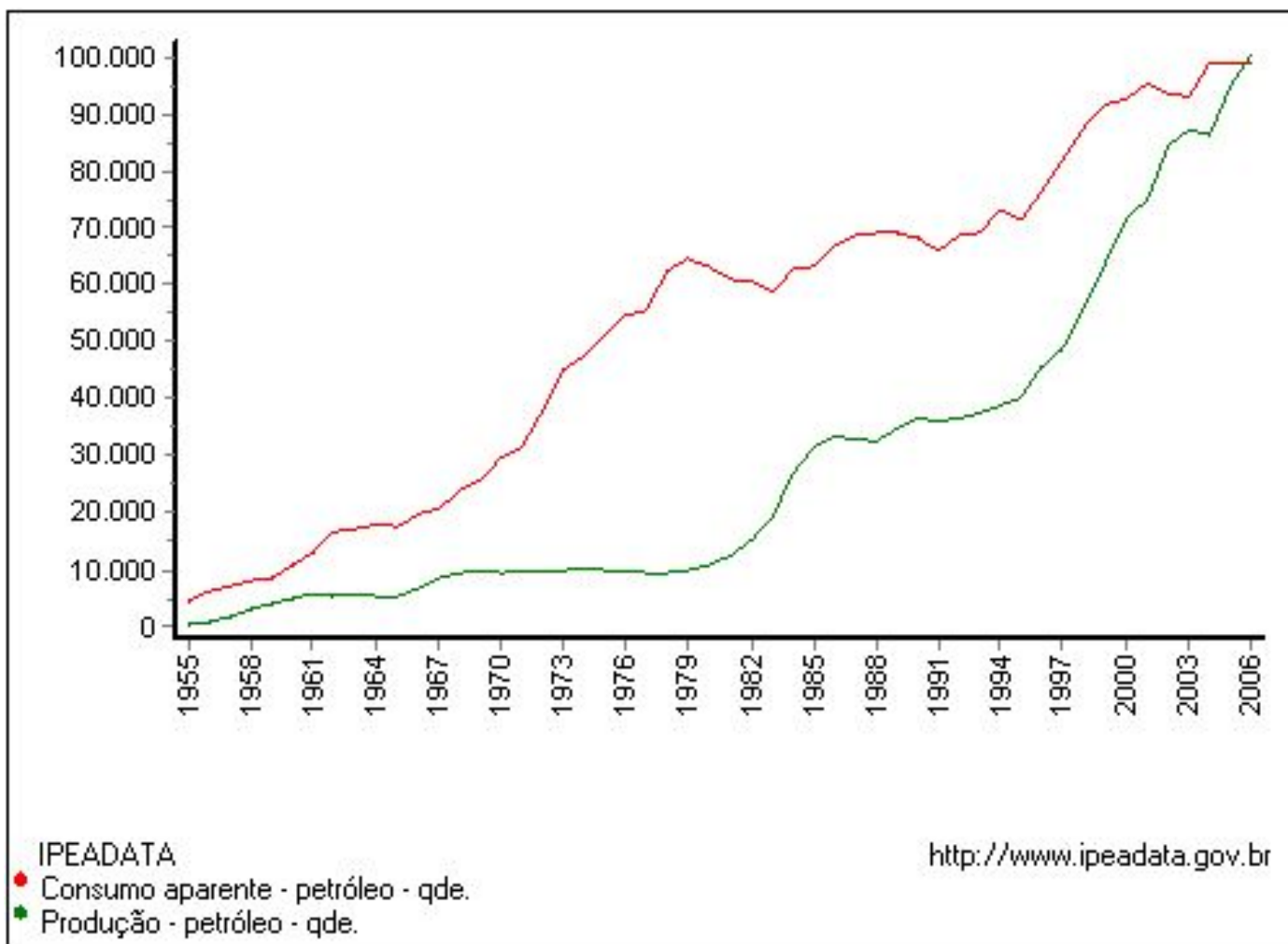
“Foi nesse impulso para construir uma economia industrial moderna, e superar desequilíbrios...”

# Economia em “marcha forçada”

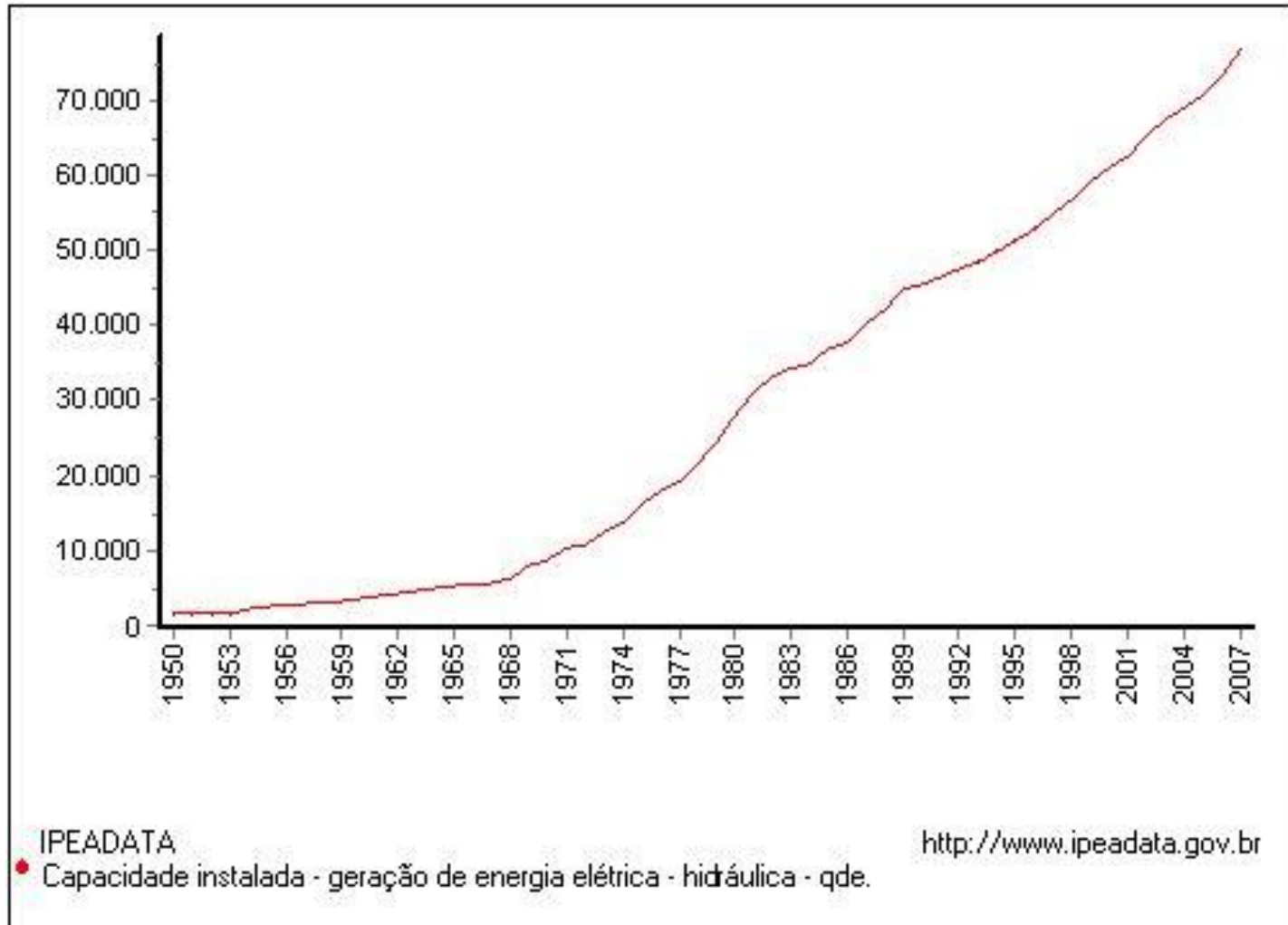
## Castro

- Medidas:
- Prioridade para indústria de base
  - bens de capital e intermediários
  - resolver a desproporção dos setores DI e DII
  - insumos básicos: papel e celulose, fertilizantes, aço etc.
- Energia
  - + produção nacional de petróleo: Petrobrás
  - + capacidade de geração e distribuição hídrica
  - pesquisar outras fontes: álcool, nuclear, carvão, gás
- Aumentar a oferta de tradable no futuro
  - $\uparrow X$  e  $\downarrow M \rightarrow$  divisas para pagar o serviço da dívida

# Consumo e Produção de petróleo mil m<sup>3</sup>



# Capacidade de geração de energia elétrica: em MW

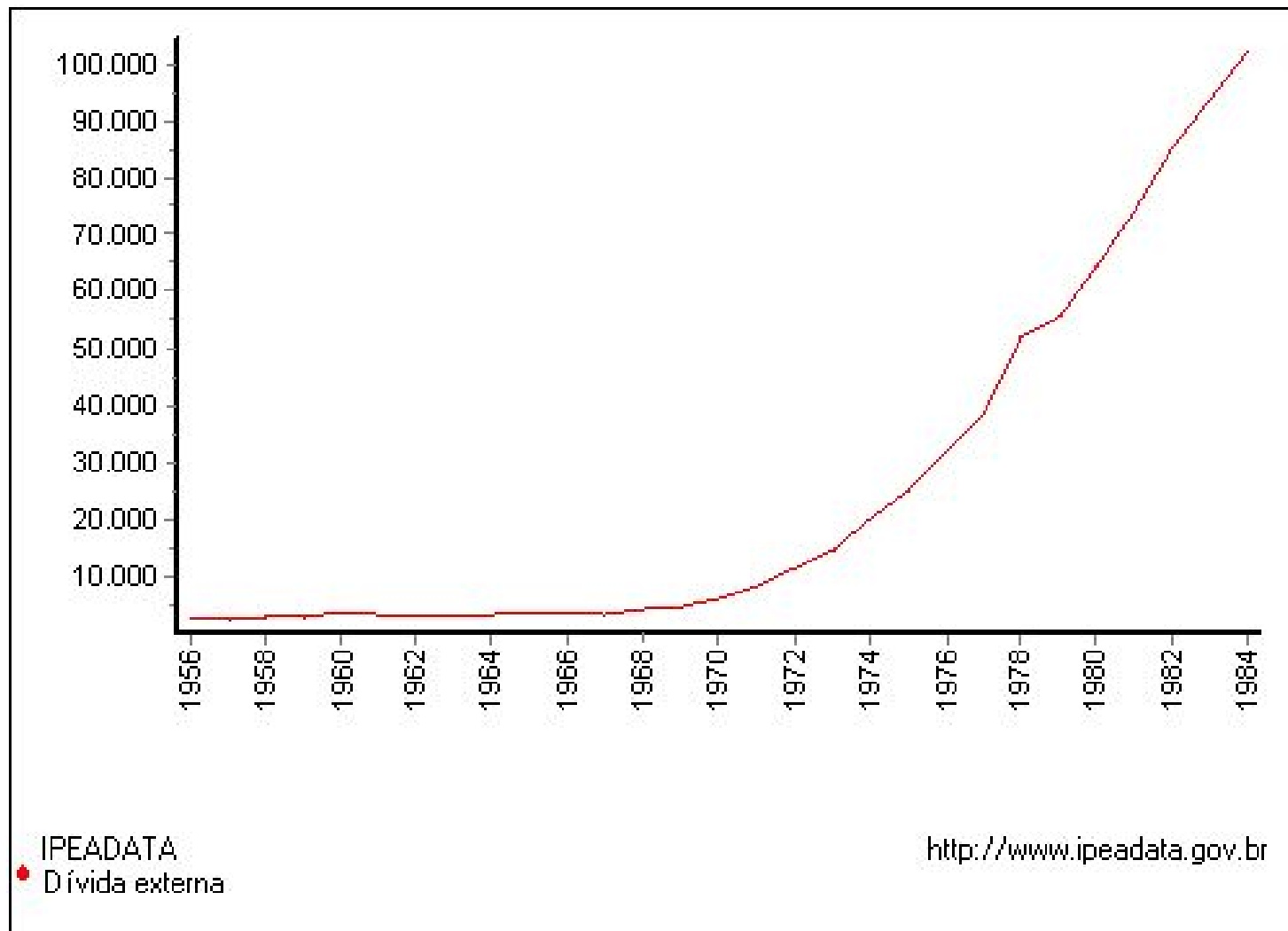




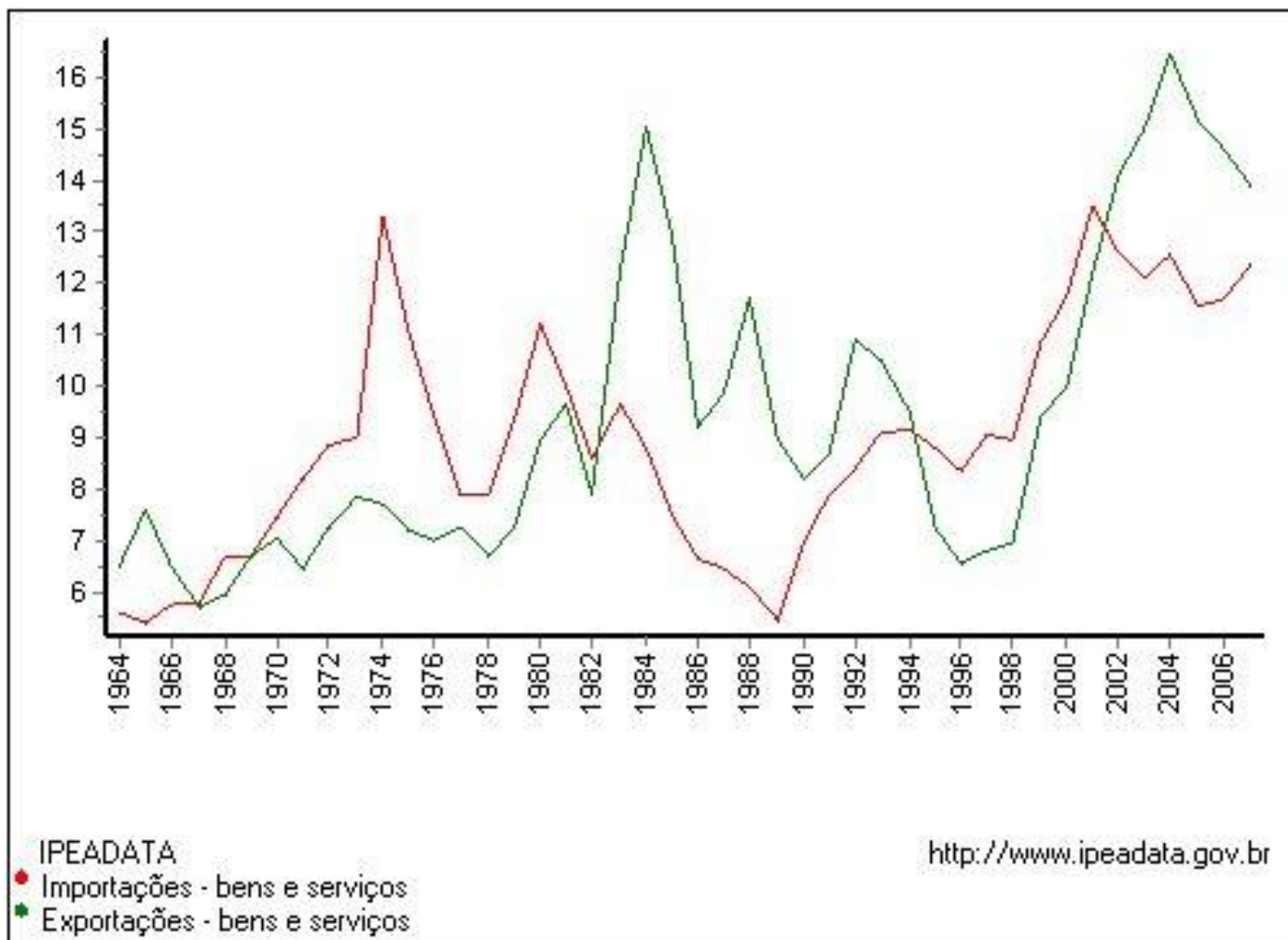
# Ajuste de longo prazo

- Aprofundam os desequilíbrios de transações correntes
  - grandes investimentos elevam temporariamente a demanda de importações na implementação
- Acelera o endividamento externo
- Ajuste imediato não muda a estrutura produtiva: Velloso e Castro
  - testa os limites da estrutura montada no PAEG
- Metas do II PND
  - $\Delta$ PIB 10% ao ano, 12% para indústria
  - endogeneizar o crescimento: fecha a economia

# Dívida externa: em milhões US\$



# Exportações e importações no PIB



# Política industrial

- **Setor privado**

- isenções de impostos e crédito subsidiado  
BNDE (CDI): + PIS/Pasep, além do Finame

- juros negativos: correção teto de 20%

- participação acionária do BNDE no setor de bens de capital

- redução do crédito ao consumidor

- **Estatais:** respondem por 40% da FBCF: 1974-78

- alijadas do sistema BNDE

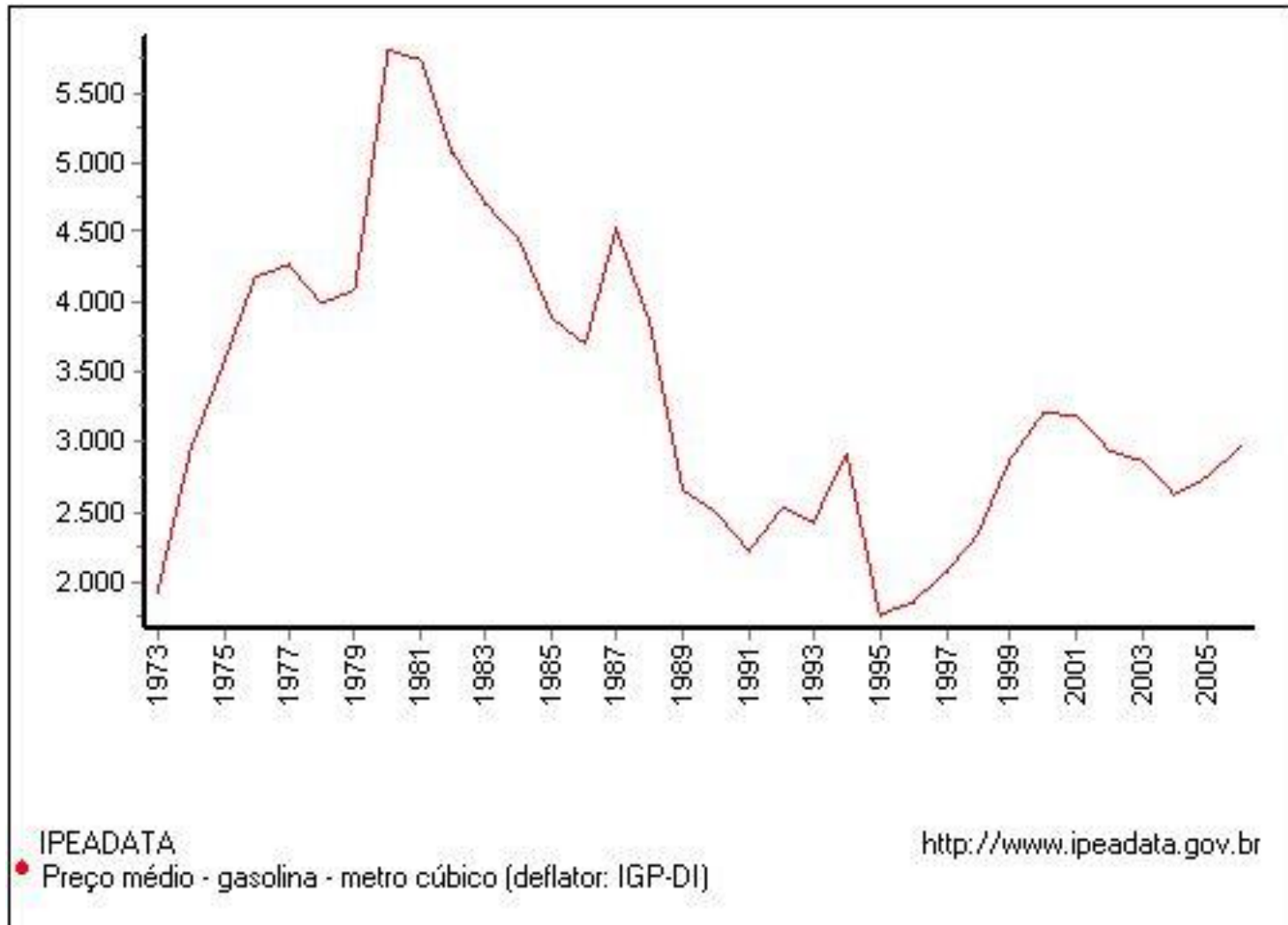
- tarifas controladas → captação de recursos externos

- até o preço do petróleo:  $\Delta\text{consumo} > \Delta\text{PIB}$

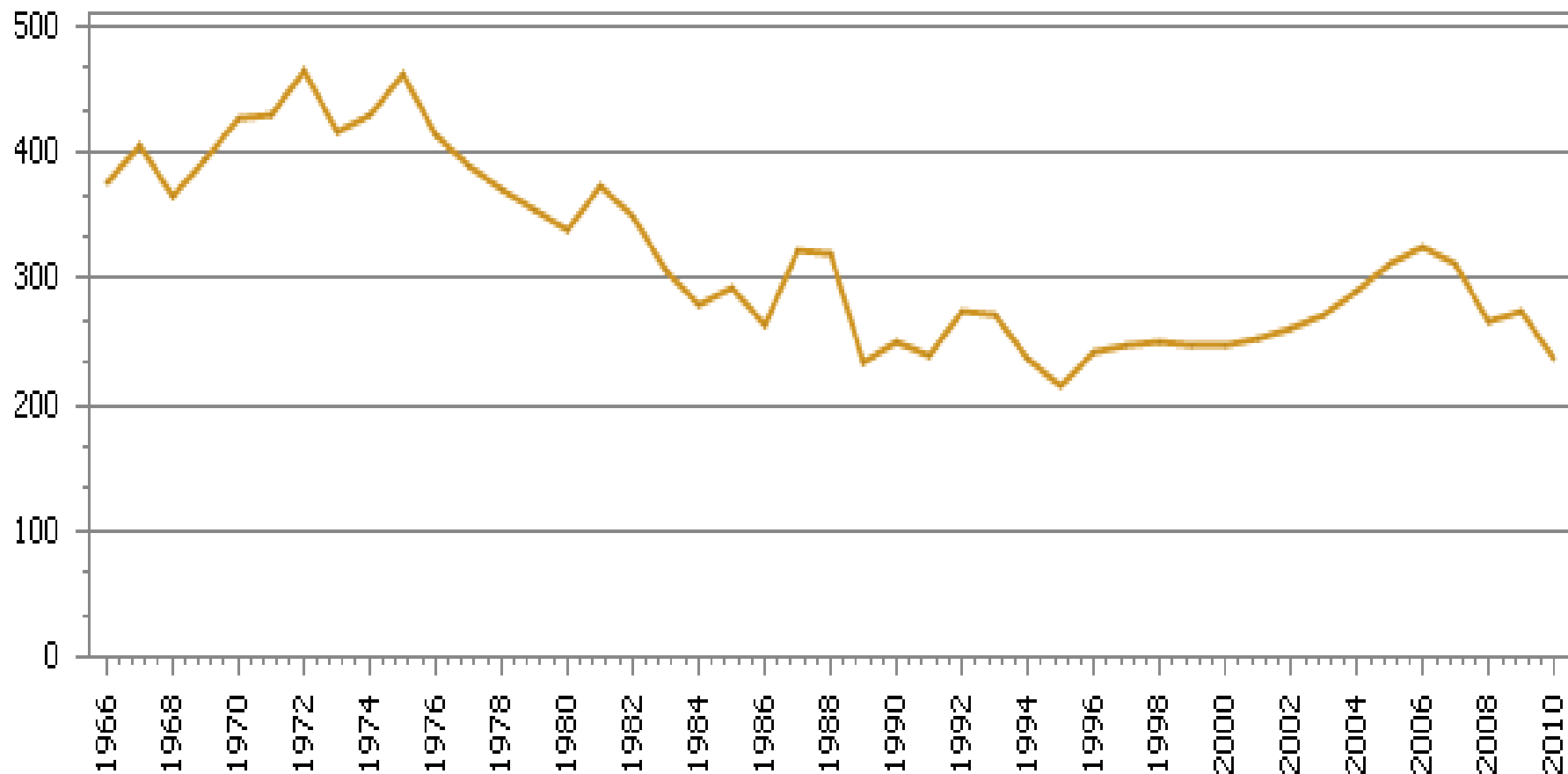
- Incentivo regional: questão política

- Ex: pólo petroquímico de Camaçari e pólos no NE e NO

# Preço real da gasolina



● Consumo - energia elétrica - tarifa média por MWh (deflator: IGP-DI (preços 2010 = 1))



# 3 - Implementação

- Simonsen X Velloso  
Fazenda X Seplan
- STOP and GO: estabilidade X crescimento
- 1974: Simonsen aperto monetário
- Descontrole no final de 1975: novo aperto
- 1977: política monetária restritiva
- 1978: candidatura Figueiredo, afrouxamento  
seca no NE → + inflação
- 1979: posse de Figueiredo  
Simonsen no Planejamento

# Manutenção do II PND

- Necessidade de manter investimentos e entrada de capitais externos
- Receio do setor privado sobre continuidade
- Tentativa de recuperar o mercado acionário  
CVM em 1976
- **Socialização** das perdas cambiais  
resolução 432 do BC em 1977: pagamento em cruzeiros da dívida externa privada  
% pública: 55% em 1974 → 78% em 1980
- Alivia a pressão por desvalorização e inflação
- Crescente endividamento externo → serviço  
serviços de 0,5 bilhão em 1974 → 2,7 em 1978 e 4,2 bilhões em 1979



# Resultados

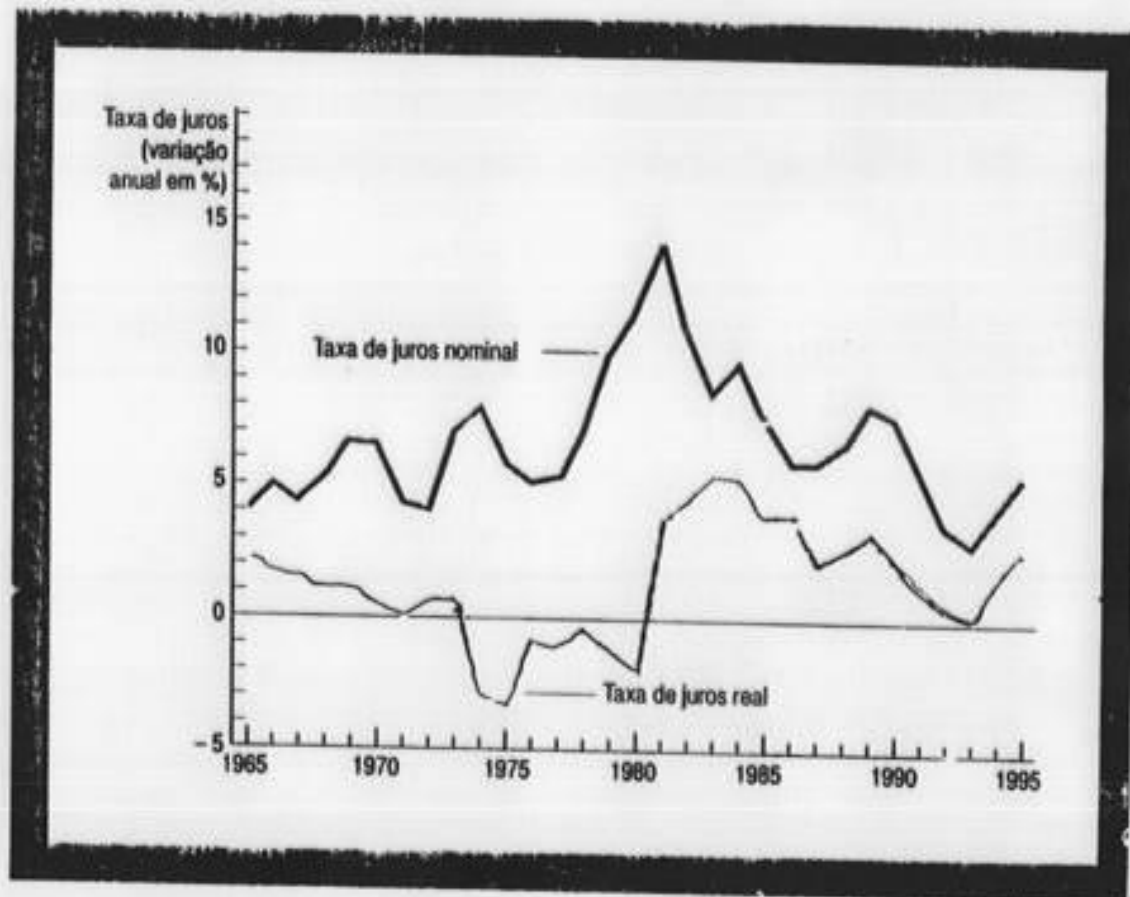
- Redução da importação de insumos básicos  
3,5 bilhões em 1974 → 1,2 bilhões em 1979
- Menor participação das importações de bens de capital no total  
25,6% em 1974 → 9% em 1982
- Energia: + produção nacional
- Continuidade dos incentivos às exportações  
exportações de bens de capital: 893 milhões em 1974 → 2,4 bilhões em 1979  
X era 7,5% do PIB em 1974 → 8,4% em 1980  
M era 11,9% do PIB em 1974 → 9,5% em 1980

# Racionalidade do II PND

- Aposta em projetos de investimentos elevados financiados parcialmente no exterior
- Realizou-se um ajuste de oferta  
geração de divisas:  $\downarrow M$  e  $\uparrow X$   
necessárias para o pagamento da dívida
- Investimento público foi fundamental  
estatais: caráter anticíclico
- Cenário internacional favorável  
juros negativos no mercado: petrodólares

**TAXAS DE JUROS NOMINAL E REAL.** O gráfico mostra as taxas de juros anuais, nominal e real, a partir de 1965. A taxa de juros nominal é que vigora para os títulos do Tesouro de três meses. A taxa de juros real é a taxa de juros nominal menos a taxa de inflação medida pelo índice de preços ao consumidor. Observe que as taxas de juros nominal e real divergem frequentemente.

FONTE: Departamento do Trabalho e Departamento do Tesouro dos Estados Unidos.



# Riscos fiscais crescentes

- Problema fiscal: déficit
- Ciranda financeira:
  - Estado financia-se com spread negativo
  - 3 moedas: cruzeiro, ORTN e dólar
- Crise fiscal: armadilha para o futuro
- Dívida interna

1970	dívida 8,7% PIB	1979	dívida 11,8% PIB
	base 7,6% PIB		base 4,9% PIB

# NFSP – operacional (em %PIB)

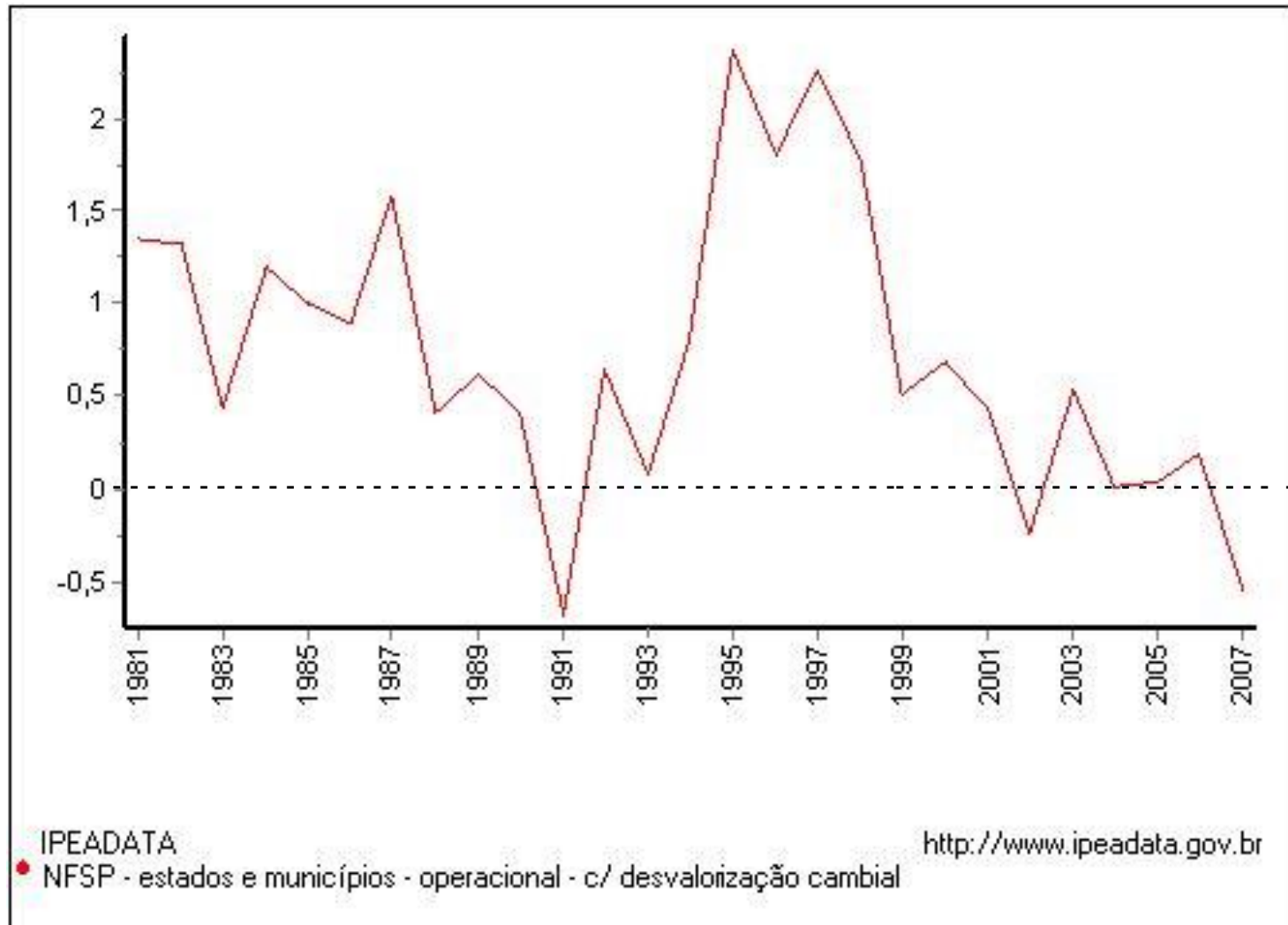


IPEADATA

● NFSP - setor público - operacional - c/ desvalorização cambial

<http://www.ipeadata.gov.br>

# NFSP operacional dos Estados e municípios



# II PND: riscos → problemas

- Atraso nos investimentos e demora na maturação  
fracos resultados na substituição do petróleo
- Tempo para a mudança de oferta foi subestimado
- Tecnologia internalizada:  
2ª Revolução industrial: eletro-mecânica
- Piora das condições externas  
II choque do petróleo → choque de juros  
recessão nos EUA e mundial  
mudança tecnológica no mundo: micro-eletrônica

# Choque do petróleo - II

- preço de 35 dólares em 1979
  - Guerra do Irã e Iraque
- Inflação nos EUA cresce
  - 13% em 1979 e 12% 1980
- Fed de Paul Volcker
  - juros a 11% - 12%
- Dólar forte
- Recessão mundial
  - última grande crise antes de 2008



# Inflação nos EUA

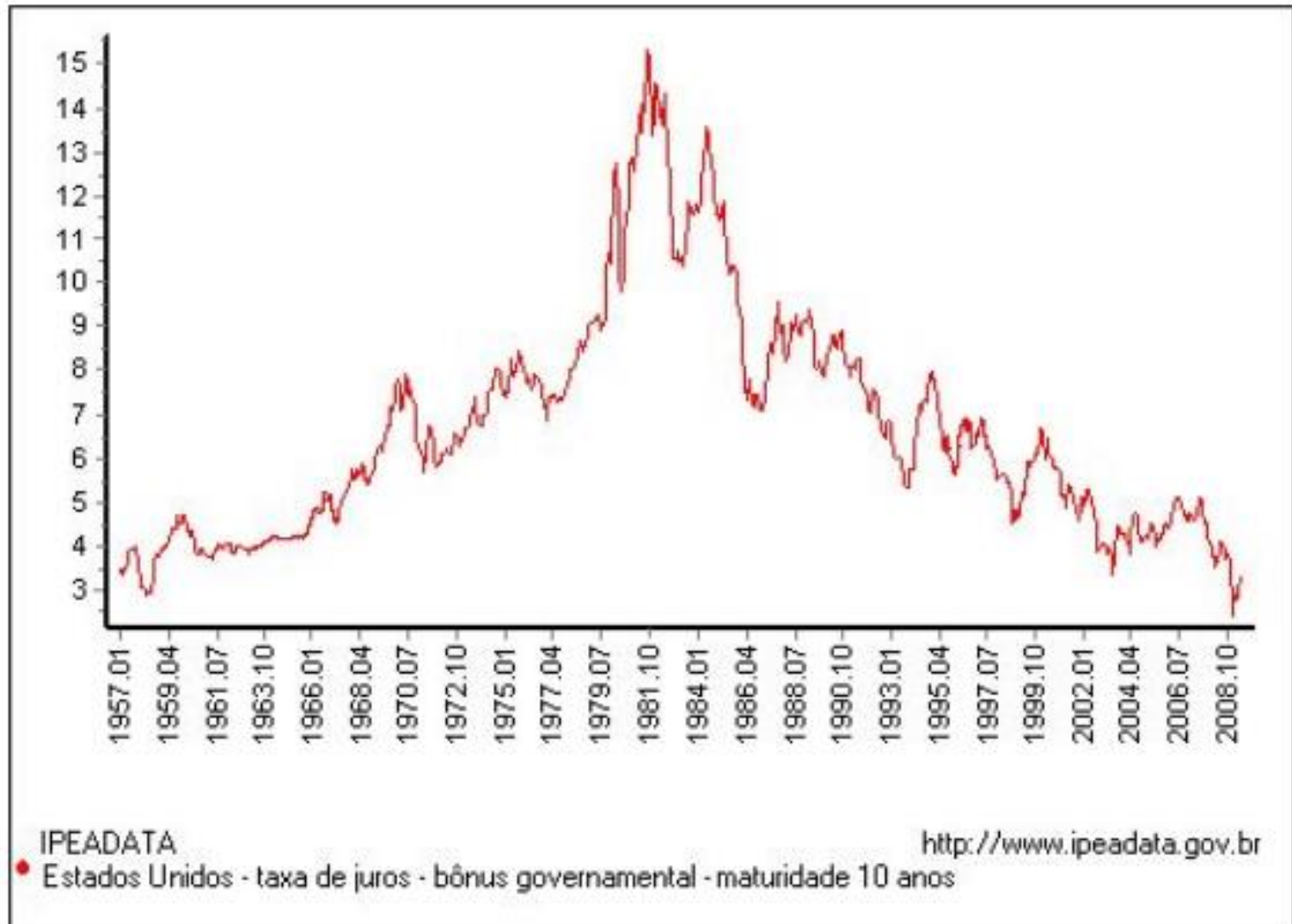


IPEADATA

<http://www.ipeadata.gov.br>

● Transformação de Estados Unidos - IPC - índice (média 1982-84 = 100)

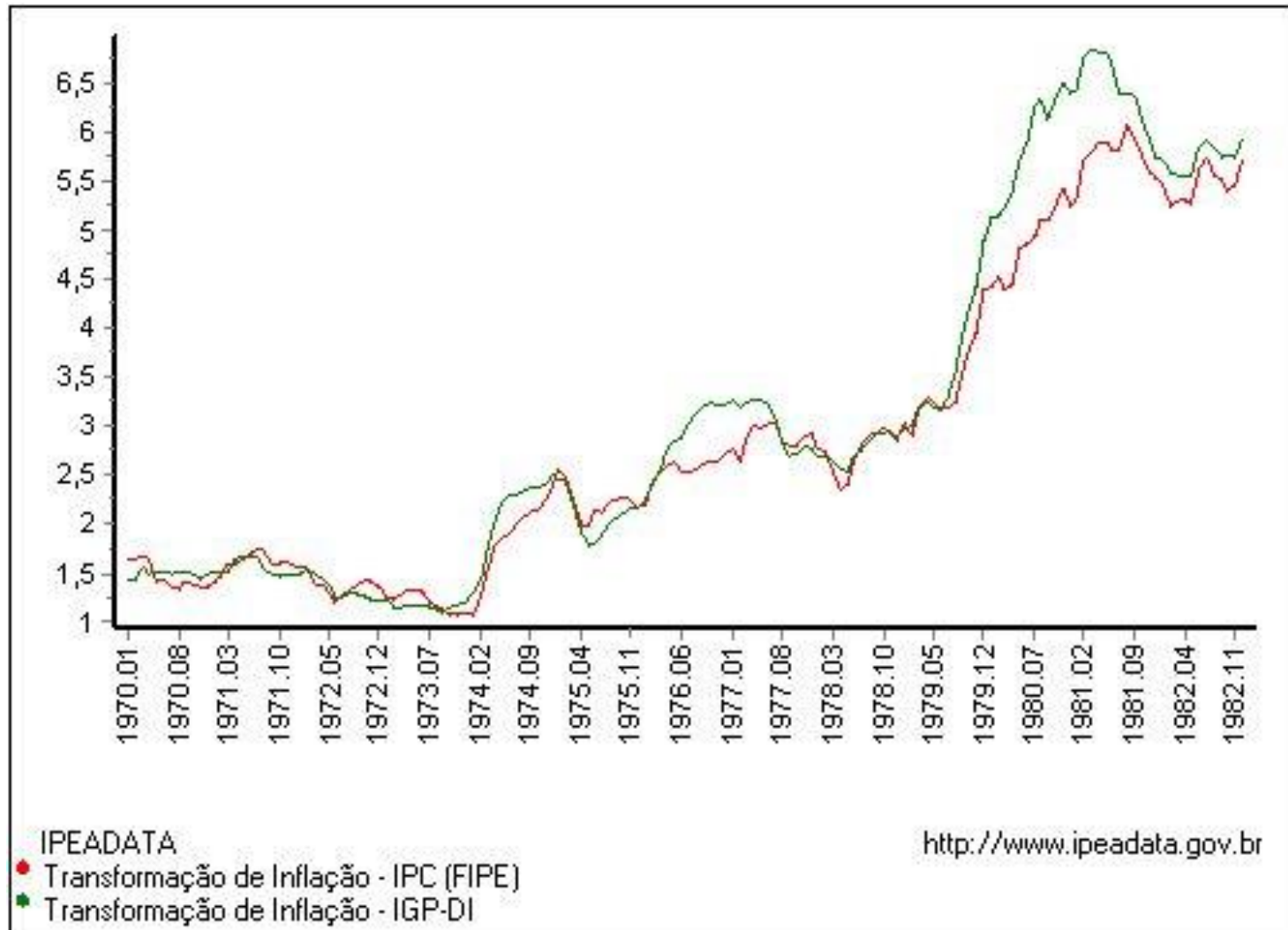
# Taxa de juros: títulos dos EUA



# Estado e inflação

- Pressão fiscal cresce: endividamento
- Menor disponibilidade de recursos  
receita líquida disponível: 16,8% do PIB em 1973 → 8,7% em 1983
- Descontrole fiscal → inflação
- 1979: aceleração inflacionária
- Mudança política  
Geisel → Figueiredo

# Média móvel anual da inflação



# 1979: Simonsen → Delfim

- nova tentativa ortodoxa com Simonsen
- retorno do Delfim em agosto:
  - “última tentativa de ignorar a crise externa”
  - maxi desvalorização e pré-fixação da correção
- Situação inicial otimista → Explosão de desequilíbrios
  - Vulnerabilidade externa: 2º Choque petróleo e juros
  - Deterioração fiscal
  - Inflação crescente
  - Abertura política