

Amaury Patrick Gremaud
Marco Antonio Sandoval de Vasconcellos
Rudinei Toneto Jr.

ECONOMIA BRASILEIRA CONTEMPORÂNEA

7ª Edição

SÃO PAULO
EDITORA ATLAS S.A. – 2011

Economia Brasileira Pós-Estabilização: FHC e Lula

No final de 1993, começou a ser implementado o plano mais engenhoso de combate à inflação já utilizado no país. Após uma série de tentativas fracassadas de planos heterodoxos na Nova República, o Plano Real conseguiu reduzir a inflação e mantê-la sob controle durante longo período de tempo, apesar das várias crises internacionais, da crise cambial de 1998/99 e da mudança do regime de política econômica a partir de então. Mesmo com a mudança de governo de Fernando Henrique Cardoso (FHC) para Lula, assumindo um partido tradicionalmente de esquerda, não se sacrificou a estabilidade. Mas, apesar do sucesso alcançado nestes últimos anos, no que se refere à estabilização, outros problemas permaneceram e alguns até se agravaram. A crença de que com a estabilização o país iria retomar uma trajetória estável de crescimento econômico não se verificou. O comportamento do produto tem-se mostrado extremamente oscilante no período recente, com uma média pouco superior a 2,5% a.a., muito inferior à média mundial. O sacrifício do crescimento devido à estratégia de estabilização provocou um aumento significativo do desemprego no país. As contas externas deterioraram-se, na fase inicial da estabilização, ampliando a vulnerabilidade externa da economia brasileira, embora, posteriormente, sofreram uma profunda reversão, passando a apresentar superávits recordes na história do país. A situação fiscal sofreu uma forte deterioração, levando a um aumento contínuo da dívida pública, tendência que se reverteu apenas nos últimos anos. As taxas de juros brasileiras permaneceram extremamente

elevadas ao longo de todo este período, a carga tributária elevou-se de forma contínua, o investimento permaneceu em níveis insatisfatórios, inviabilizando um crescimento econômico compatível com o que vem ocorrendo no resto do mundo.

Assim, apesar da estabilização, uma série de dúvidas permanece na economia brasileira. Neste capítulo, discutiremos o desempenho da economia brasileira após a estabilização. O capítulo está dividido em três partes: a concepção do Plano Real e o primeiro mandato do governo Fernando Henrique Cardoso (FHC), a crise cambial e o segundo mandato de FHC, e o primeiro mandato do governo Lula.

18.1 Plano real e o primeiro mandato do governo FHC

18.1.1 Plano Real – diagnóstico, contexto e implantação

O Plano Real foi um dos planos mais engenhosos de combate à inflação do Brasil, conseguindo, após várias tentativas fracassadas, reduzir a inflação partiu de forma duradoura no país. O Plano Real, como o Plano Cruzado, também partiu do diagnóstico de que a inflação brasileira possuía um forte caráter inercial. Como discutido no Capítulo 17, o debate entre os inercialistas, antes do Plano Cruzado, tinha resultado em dois tipos de propostas para o combate à inflação: “o choque heterodoxo” (Francisco Lopes), que se baseava no congelamento de preços, e a “reforma monetária” (Larida), que correspondia à simulação dos efeitos de uma hiperinflação com o convívio de duas moedas, uma boa e uma ruim, com a primeira substituindo a última ao longo do tempo. No Plano Cruzado, foi adotado o primeiro tipo, que, como vimos, não deu certo, pelo tempo excessivo de congelamento, pela explosão de demanda pós-plano e pelos impactos sobre o setor externo. O Plano Real pode ser visto como a adoção da proposta de reforma monetária (Larida).

Como discutido anteriormente, o diagnóstico da inflação inercial considera dois componentes no processo inflacionário: os **choques**, que levam à alteração do patamar inflacionário, e a **tendência**, que faz com que a taxa de inflação se perpetue em dado patamar. Para um plano de combate à inflação inercial ter sucesso, o principal componente deve ser o tendencial, e deve-se garantir que, após o rompimento da tendência, não se verifiquem choques na economia, ou que existam mecanismos para que os efeitos dos choques possam ser dissipados (não levem à aceleração inflacionária). Mesmo que no Plano Cruzado o diag-

nóstico inercial estivesse correto, a concepção do plano, a condução da política econômica pós-plano e o contexto em que ele foi aplicado inviabilizaram seu sucesso. Já os demais planos adotados pareciam partir de diagnósticos equivocados, pois a própria sucessão de choques fazia com que a inflação perdesse seu caráter inercial. A ausência de choques e congelamentos no período 1991/1993, a manutenção da taxa de câmbio real relativamente estável e as elevadas taxas de juros poderiam ter trazido de volta o caráter inercial da inflação, fazendo com que esse diagnóstico voltasse a fazer sentido.

Quando Fernando Henrique assumiu o Ministério da Fazenda em maio de 1993, já começou a preparar o novo plano de estabilização. Esse visava não incorrer nos erros dos planos anteriores. Em primeiro lugar, o plano não seria adotado de surpresa, mas sim gradualmente. Em segundo lugar, não iria recorrer a congelamentos, mas a uma “substituição natural” de moeda. Em terceiro lugar, haveria uma preocupação com a correção dos desequilíbrios existentes na economia. E, finalmente, deve-se destacar que o contexto em que o plano foi adotado era muito diferente: o país havia reingressado no fluxo voluntário de recursos externos, tendo acumulado um volume significativo de reservas; a economia estava mais exposta à concorrência devido ao processo de abertura comercial, limitando a capacidade dos agentes de repassarem para preços os choques. Enfim, a inserção internacional do país era completamente distinta da vigente nos planos anteriores.

Dentro desse quadro, pode-se analisar o programa. O Plano Real dividiu o ataque ao processo inflacionário em três fases:

- (i) ajuste fiscal;
- (ii) indexação completa da economia – Unidade Real de Valor (URV); e
- (iii) reforma monetária – transformação da URV em reais (R\$).

O ajuste fiscal visava equacionar o desequilíbrio orçamentário para os próximos anos e impedir que daí decorressem pressões inflacionárias. Esse ajuste baseava-se em três elementos principais: corte de despesas, aumento dos impostos e diminuição nas transferências do governo federal. O primeiro ponto referia-se a implementação do **Plano de Ação Imediata (PAI)**, lançado em meados de 1993, que determinava um corte de gastos da ordem de US\$ 7 bilhões concentrado nas despesas de investimento e pessoal.

O aumento de arrecadação se daria, principalmente, pela criação do **Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira (IPMF)**. Era um imposto novo,

de caráter temporário, sobre movimentações financeiras (conhecido por alguns como o “imposto do cheque”) com uma alíquota de 0,25% sobre o valor de toda operação. Esse tipo de imposto apresenta uma série de vantagens para a União: a facilidade de recolhimento, a ampla base tributária (inclusive as atividades informais), e o fato de não ser compartilhado com as outras esferas de governo. O problema é que se constitui em um imposto em cascata (incide sobre todas as etapas do processo produtivo), desestimula a intermediação financeira e amplia as taxas de juros.

O terceiro elemento do ajuste fiscal foi a aprovação do **Fundo Social de Emergência (FSE)**. O FSE seria alimentado por 15% da arrecadação de todos os impostos, sendo que, sob esses recursos, a União não teria que cumprir as vinculações de despesas determinadas na Constituição de 1988. Assim, o FSE ampliava os recursos livres à disposição do governo federal.

Note-se que essas medidas eram de caráter temporário, serviriam para dar um fôlego fiscal durante a vigência destas, mas não se constituíam em solução definitiva. Nesse prazo, o governo deveria fazer os ajustes necessários, como deveria promover a transferência de obrigações (saúde, educação, habitação etc.) para Estados e Municípios que haviam sido favorecidos pela transferência de recursos na Constituição, avançar a reforma tributária, administrativa, previdenciária, entre outras questões.

Deve-se destacar que, desde 1990, o país vinha apresentando significativos superávits primários e déficits operacionais relativamente baixos, sendo que em alguns anos houve superávit. Neste quadro verificava-se, inclusive, a redução da razão dívida pública/PIB. A preocupação com a situação fiscal decorria do diagnóstico de que o ajuste fiscal realizado era muito frágil e se ancorava no controle dos pagamentos no “boca do caixa”, promovendo-se uma retração no valor real das despesas pelo atraso nos pagamentos. Ou seja, imaginava-se que no Brasil valia um **efeito-Tanzi** ao contrário, isto é, ao invés de a inflação penalizar o desempenho fiscal devido à menor indexação da receita em relação à despesa, ocorreria o inverso, sendo a receita mais indexada que a despesa e, desta forma, a inflação favoreceria o ajuste fiscal.¹

A segunda fase começou no final de fevereiro de 1994. Essa correspondia a um novo sistema de indexação, que visava simular os efeitos de uma hiperinflação – encurtamento de prazos de reajustes (indexação diária), “substituição parcial da moeda” –, sem passar por seus efeitos, e corrigir os desequilíbrios

¹ A este respeito ver BACHA, Edmar L. O fisco e a inflação. *Revista de Economia Política*, v. 14, nº 1, jan.-mar./1994.

de preços relativos. Para tal, o governo criou um novo indexador, a **Unidade Real de Valor (URV)**, cujo valor em cruzeiros reais seria corrigido diariamente pela taxa de inflação medida pelos principais índices (IGP-M, IPC-FIPE e IPCA-Especial), que passaria a funcionar como unidade de conta no sistema. O valor da URV, nessa fase, manteria uma paridade fixa de um para um com o dólar, ou seja, seu valor seria a própria taxa de câmbio.

Uma série de preços e rendimentos foi convertida instantaneamente em URV – preços oficiais, contratos, salários, impostos etc. –, e os demais preços foram sendo convertidos voluntariamente pelos agentes. Assim, instituiu-se um sistema bimonetário em que a URV funcionava como unidade de conta, expressando o preço das mercadorias, mas as transações eram liquidadas em cruzeiro real, que mantinha a função de meio de troca. Ou seja, no momento da transação convertia-se o preço da mercadoria expresso em URV em CR\$ pela cotação do dia da URV. Com isso, a inflação persistia na moeda em circulação (CR\$), mas não na unidade de conta, cujo valor era corrigido pela própria inflação da moeda ruim.² As correções dos valores das mercadorias em URV (para cima e para baixo) refletiam o processo de disputa dos agentes pela participação na renda, ou seja, o processo de ajustamento dos preços relativos, que correspondia justamente ao objetivo dessa fase, para evitar choques posteriores.

Quando praticamente todos os preços estavam expressos em URV, o governo introduziu a nova moeda, o **Real (R\$)**, em 1º de julho, cujo valor era igual ao da URV (e por conseguinte ao US\$) do dia: CR\$ 2.750,00. Assim, todos os preços em CR\$ eram convertidos em R\$, dividindo-se pelo valor da URV do “dia D”. Note-se que, diferentemente dos planos anteriores, não se recorreu a qualquer tipo de congelamento, transformação de valores pela média etc. Quando da conversão, houve uma aceleração inflacionária pela tentativa de alguns agentes de elevar seus preços, seja por temerem algum congelamento, ou para tentarem tirar vantagem e ampliar a participação na renda. Essa pressão inflacionária logo refluíu, pois não houve condições de sustentar os preços mais elevados.

Dado o próprio diagnóstico do plano sobre o caráter inercial da inflação, seu sucesso estava vinculado à importância do componente tendencial da inflação e à ausência de choques no momento posterior à conversão, ou, ainda, à capacidade de impedir que os choques se transformassem em processo inflacionário. Isto é, dever-se-ia quebrar a possibilidade de os agentes repassarem

² Como existe uma defasagem no cálculo da inflação, caso a inflação tivesse se acelerado haveria um resíduo inflacionário mesmo nesta unidade de conta.

choques de custos para preços, fazendo com que os efeitos dos choques fossem dissipados no tempo. Para isso, o governo anunciou, junto com o plano, metas de expansão monetária bastante restritivas, limitou as operações de crédito e impôs depósito compulsório de 100% sobre as captações adicionais do sistema financeiro.

Mesmo com a posterior revisão dessas metas, sinalizava-se que a política econômica pós-plano tentaria controlar a demanda e desestimular processos especulativos, mantendo as taxas de juros elevadas. Com o controle da demanda e da expansão monetária, limitar-se-ia a capacidade dos agentes de repassar custos para preços. Esse controle ficou conhecido como a “**âncora monetária**” do Plano Real nessa fase.

Outro fator importante para romper com os processos de repasse foi a valorização da taxa de câmbio em um contexto no qual o grau de abertura para o exterior tinha aumentado significativamente, e o país possuía um volume significativo de reservas. Quando o plano foi lançado, as reservas internacionais eram da ordem de US\$ 40 bilhões. Com a manutenção da taxa real de juros elevada e como permanecia o excesso de liquidez internacional, o fluxo de capitais externos se manteve. Em vez de continuar a acumular reservas, o que pressionaria a expansão monetária, o Banco Central deixou o câmbio flutuar, o que provocou uma profunda valorização da taxa de câmbio. Com a economia aberta e um volume significativo de reservas, a possibilidade de importações estava colocada; como esta se tornava atrativa em decorrência da valorização cambial, travavam-se os preços internos, rompendo a possibilidade de propagação dos choques (repassa aos preços, tentativa de elevações). Esta foi a chamada “**âncora cambial**” do Plano Real.

É interessante observar que, mesmo antes do plano de estabilização, já se faziam sentir mudanças no comportamento dos agentes econômicos. O processo de abertura econômica iniciado no Governo Collor, num quadro de recessão econômica, como foram os anos de 1990/92, teve fortes impactos sobre a lógica de formação de preços na economia, tanto no que diz respeito à capacidade dos empresários de repassarem os aumentos de custos para preços, como ao poder dos sindicatos em suas pretensões salariais. Essa ameaça levou a novas formas de organizações explicitadas nas câmaras setoriais, cujo auge foi o Acordo Automobilístico em que empresários, sindicatos e governo acordaram reduções no preço dos automóveis mediante a diminuição dos impostos (por parte do governo – IPI e ICMS), redução das margens de lucro das empresas e contenção nos reajustes salariais por parte dos trabalhadores. Com isso, visava-se estimular a produção de automóveis e garantir o emprego.

Além disso, deve-se notar que a estratégia de estabilização brasileira não diferiu significativamente da adotada em outros países da América Latina. Antes do Brasil, já tínhamos tido a experiência de outros países, por exemplo, a Argentina e o México. A hiperinflação atingiu vários países latino-americanos na década passada. Diferentemente do Brasil que, apesar das elevadas taxas de inflação, conseguiu preservar sua moeda, principalmente pela existência de ativos financeiros com elevada liquidez e indexados – a moeda indexada –, grande parte desses países passou por um processo de dolarização – substituição da moeda nacional pela moeda estrangeira, no caso o dólar. Os preços internos eram cotados na moeda estrangeira, e os agentes tentavam livrar-se da moeda nacional e utilizavam a moeda de fora como reserva de valor.

Assim, a estratégia utilizada para estabilizar as economias foi, de uma forma geral, fazer uma reforma monetária em que a nova moeda tinha uma taxa de câmbio fixa com o dólar (âncora cambial) e em alguns casos era complementada com algum tipo de *currency board* em que a emissão da moeda estava vinculada ao comportamento das reservas internacionais – só se emitia moeda nacional quando entrava moeda estrangeira, e a saída de moeda estrangeira levava a destruição da moeda nacional. No Brasil, não se recorreu ao *currency board*, nem se fixou a taxa de câmbio, que pôde flutuar, mas, assim como nos demais países, o principal instrumento para forçar a estabilização foi a âncora cambial.

18.1.2 Impactos e problemas do Plano Real

O impacto imediato do Plano Real foi a rápida queda da taxa de inflação. Note-se que, apesar da redução, esta foi significativamente mais lenta do que foi no Plano Cruzado, por exemplo. A inflação não caiu imediatamente para zero nem houve deflação, em decorrência do não-recorso ao congelamento. Observa-se uma taxa de inflação elevada em julho, fruto da tentativa dos agentes de beneficiarem-se da confusão inicial, mas já em agosto a taxa de inflação se situa em torno de 3% a.m., com tendência de queda, frente a um patamar superior aos 40% a.m. que se verificou ao longo de todo primeiro semestre. As taxas de inflação mensais passaram a oscilar conforme as condições de demanda e as ocorrências de choque, mas sempre com tendência de baixa. Em 1995, a inflação anual, medida pelo IGP-DI da FGV, ainda foi de dois dígitos – 14,8% –, mas a partir de 1996 ela já estava em um dígito – 9,3%. Nos anos seguintes, a inflação continuou caindo para 7,5% em 1997 e 1,7% em 1998.

Outra consequência imediata do plano foi um grande crescimento da demanda e da atividade econômica. Como destacado na seção anterior, procurou-se evitar o erro dos demais choques heterodoxos, adotando-se uma política monetária restritiva, mantendo as taxas reais de juros elevadas, para evitar uma explosão da demanda após a queda da inflação. Essas medidas, contudo, não impediram que ocorresse, como nos demais planos, uma grande expansão da demanda com a queda da inflação.

Vários fatores explicam o aumento da demanda. Em primeiro lugar, o aumento do poder aquisitivo das classes de baixa renda, decorrente do fato de deixarem de pagar o chamado “imposto inflacionário”, pois mesmo com a indexação dos salários à URV, estes eram corrigidos até o momento do recebimento, e, ao longo do período de gasto, a população de baixa renda tinha menos acesso às aplicações financeiras, com o que o poder de compra ia reduzindo-se, já que os preços eram corrigidos diariamente. Assim, esse ganho de renda real traduziu-se em pressão sobre a demanda. Em segundo lugar, a queda da inflação e sua estabilidade permitiram recompor os mecanismos de crédito na economia. Ao diminuir a incerteza quanto à inflação futura, os concedentes podiam prever uma taxa nominal de juros compensatória com razoável grau de certeza, e oferecer recursos com uma taxa nominal de juros fixa aos consumidores, isto é, prestações fixas.

Além disso, a perda da receita inflacionária pelo sistema financeiro forçou a busca de outras receitas, levando ao crescimento das operações de crédito. Do lado do consumidor, este se sente atraído para tomar empréstimos (apesar da taxa de juros elevadas) por vários motivos: demanda reprimida nos anos anteriores, previsibilidade da renda futura e da participação da prestação na renda, e mesmo ilusão monetária (queda da taxa nominal de juros e não da real) que levava, inclusive, a um processo de “despoupança”. As empresas também ampliaram os investimentos pela maior certeza em relação ao futuro, pelo próprio crescimento da demanda e pela maior disponibilidade de crédito. Assim, tanto o aumento do consumo, como do investimento, pressionaram a demanda.

O aumento da demanda provocou a expansão da atividade econômica. Isso pôde ser observado pelo aumento significativo da produção industrial nos meses posteriores ao plano, com destaque para os setores de bens de consumo duráveis e bens de capital. O aumento da demanda nesses setores decorreu, em grande parte, da expansão do crédito, o que também revelou a insensibilidade dos agentes em relação à taxa de juros real, sendo a certeza sobre o valor da

prestação e a disponibilidade de crédito mais importantes do que o próprio custo do financiamento.

Outra consequência importante do plano relaciona-se à própria estratégia de estabilização: a apreciação (valorização) cambial. Todos os países que utilizam a taxa de câmbio para a estabilização sofrem valorização cambial devido à inflação residual não repassada ao câmbio, no momento seguinte. Essa acaba por se constituir em uma necessidade para que a estabilização se efetive, ao quebrar a possibilidade de os agentes continuarem com o mesmo comportamento anterior. A possibilidade de importação, com a folga cambial e manutenção da taxa de câmbio, força os preços internos a acomodarem-se aos internacionais.

Essa estratégia de estabilização é bastante eficiente para os chamados *bens tradeables*, ou seja, aqueles que são transacionados no mercado internacional (exportáveis e importáveis), principalmente os produtos industriais. Todavia, no caso dos chamados *bens non-tradeables*, esta é totalmente ineficaz. O principal exemplo desse segmento é o setor de serviços: aluguel, mensalidades escolares, alimentação fora de casa, médicos etc. – “mercadorias” que não se pode importar. Assim, esses preços tendem a continuar subindo, pois o crescimento econômico associado à estabilização tende a pressionar os salários reais, e como estes setores não sofrem a concorrência internacional, podem repassar o aumento de custos para preços, enquanto a demanda se encontra aquecida.

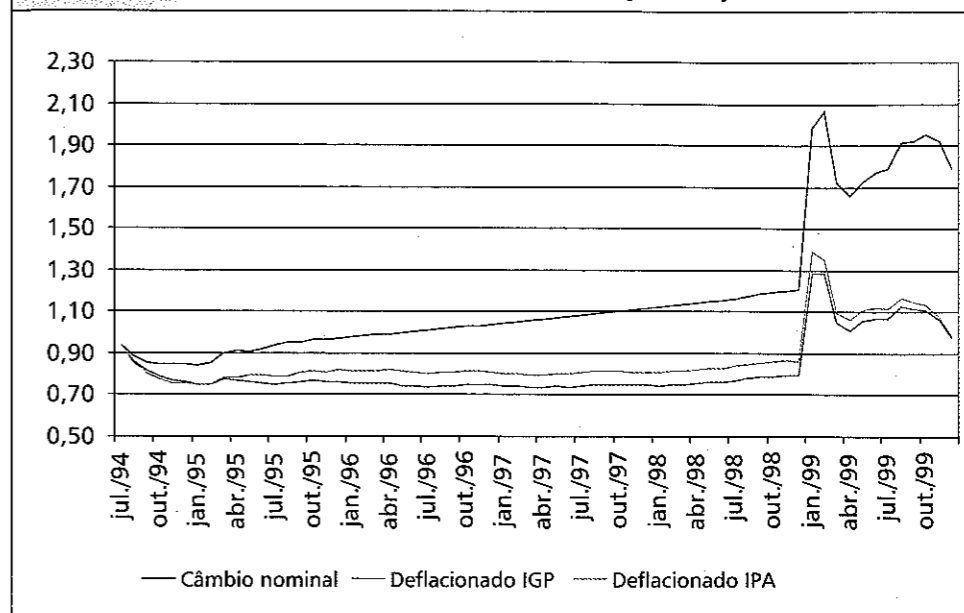
Isso pode ser visto claramente na Tabela 18.1, que mostra a taxa de variação de preços de alguns itens de agosto de 1994 a janeiro de 1997. O primeiro ponto que chama a atenção é que o Índice de Preços ao Consumidor (IPC) é significativamente maior do que o Índice de Preços por Atacado (IPA). A principal diferença entre os dois índices decorre do fato de o item serviços ter grande importância no IPC e não aparecer no IPA. Tomando-se alguns exemplos, percebe-se claramente que a variação de preços dos serviços ficou muito acima da dos produtos industriais. Selecionamos dois itens dentro de cada grupo. Quando se considera o item alimentação, por exemplo, percebe-se que, enquanto o preço dos alimentos aumentou 20% em dois anos e meio, comer fora de casa ficou quase 50% mais caro. Os serviços de oficina também tiveram um aumento de preços que corresponde ao dobro da variação do preço das peças utilizadas. As discrepâncias entre serviços e produtos industriais tornam-se significativamente maiores quando se consideram os grupos: habitação (por exemplo, aluguel × roupas de cama, mesa e banho), educação e saúde.

Tabela 18.1 Variação de preços acumulada – agosto/1994 a janeiro/1997 – itens selecionados.

Item	%	Item	%
Índice de Preços por Atacado – OG	22,88	Equipamentos Eletrônicos	11,25
Índice de Preços ao Consumidor – Brasil	55,04	Serviços de Residência	66,58
Gêneros Alimentícios	20,93	Roupas	29,01
Alimentação Fora do Domicílio	48,14	Serviços de Vestuário	92,94
Aluguel	198,12	Medicamentos	39,36
Roupas de Cama, Mesa e Banho	18,12	Médico, Dentista e Outros	92,46
Material Escolar	36,41	Peças e Acessórios – Veículos	14,01
Educação – Cursos Formais	132,13	Serviços de Oficina	28,94

Note-se, porém, que no Brasil a valorização da taxa de câmbio real não se deu apenas em função da inflação residual. Como destacado, a política cambial adotada serviu para aprofundar a ancoragem dos preços. Ao contrário da Argentina, que fixou uma taxa de câmbio nominal de 1 peso = 1 US\$, no Brasil não se fixou a paridade e permitiu-se que o R\$ se valorizasse em termos nominais em relação ao US\$, em um momento em que continuavam as entradas de recursos. Assim, nos primeiros meses do plano verificou-se uma queda na taxa de câmbio nominal, que passou de R\$ 0,931/US\$ em julho de 94 para R\$ 0,842/US\$ em novembro de 94 (ver Quadro 18.1).

Nesse contexto, com valorização cambial, abertura comercial e volume significativo de reservas, criou-se uma camisa de força para os preços internos, podendo-se dizer que o Brasil adotou nesse período uma espécie de **superâncora cambial**.

Quadro 18.1 Taxa de câmbio nominal e deflacionada: jul./94 a jan./00.

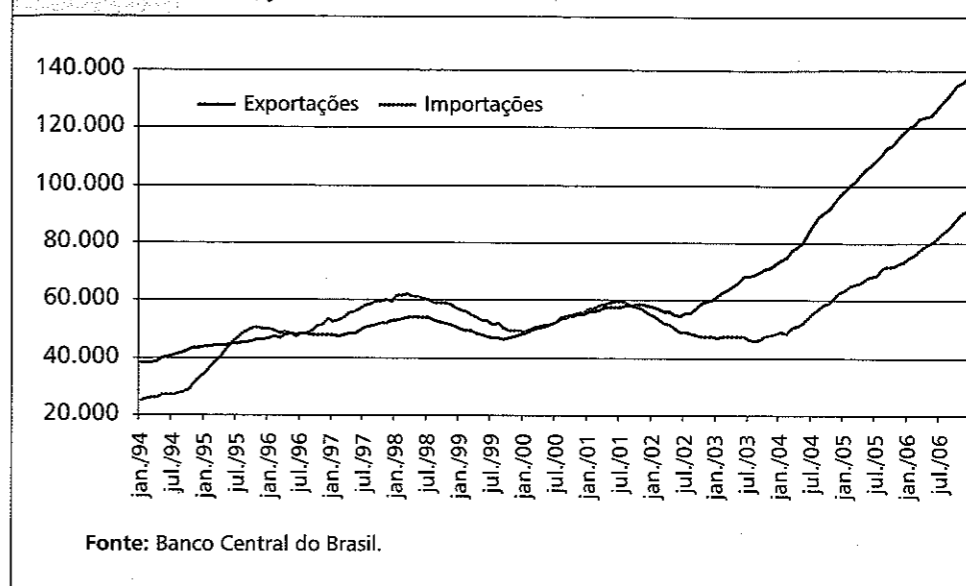
A apreciação cambial, combinada com a demanda aquecida, levou ao aparecimento de déficits na balança comercial, tanto pelo aumento significativo das importações, como pelo fraco desempenho das exportações (ver Tabela 18.2 e Quadro 18.2). Os superávits comerciais do país eram utilizados para compensar os déficits na Balança de Serviços, o que mantinha o saldo em Transações Correntes relativamente equilibrado. Com a deterioração da balança comercial, voltaram os déficits em Transações Correntes. Isso pode não ser um problema a curto prazo, enquanto o país possuir reservas suficientes ou houver uma entrada de recursos externos para financiá-lo. O problema é que se vai acumulando uma dívida externa que no futuro pressionará a remessa de juros, e que em algum momento deverá ser paga. O país deve ao longo do tempo ir criando condições, aumentando a competitividade, por exemplo, para gerar recursos para pagamentos futuros.

Tabela 18.2 Balanço de pagamentos Brasil – itens selecionados: 1990-1998 (US\$ milhões).

Discriminação	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Balança Comercial	10.752	10.580	15.239	13.299	10.466	-3.466	-5.599	-6.753	-6.575
Exportações	31.414	31.620	35.793	38.555	43.545	46.506	47.747	52.994	51.140
Importações	20.661	21.040	20.554	25.256	33.079	49.972	53.346	59.747	57.714
Balança de Serviços e Rendas	-15.369	-13.543	-11.336	-15.577	-14.692	-18.541	-20.350	-25.522	-28.299
Serviços	-3.596	-3.800	-3.184	-5.246	-5.657	-7.483	-8.681	-10.646	-10.111
Rendas	-11.773	-9.743	-8.152	-10.331	-9.035	-11.058	-11.668	-14.876	-18.189
Saldo em Transações Correntes	-3.784	-1.407	6.109	-676	-1.811	-18.384	-23.502	-30.452	-33.416
Conta Capital e Financeira	4.592	163	9.947	10.495	8.692	29.095	33.968	25.800	29.702
Investimentos Diretos	364	87	1.924	799	1.460	3.309	11.261	17.877	26.002
Investimentos em Carteira	472	3.808	14.465	12.325	50.642	9.217	21.619	12.616	18.125
Derivativos	1,8	2,7	2,5	5,3	-27,4	17,5	-38,3	-252,6	-459,8
Outros investimentos	3.753	-3.735	-6.482	-2.717	-43.557	16.200	673	-4.833	-14.285
Resultado do BP	481	-369	14.670	8.709	7.215	12.919	8.666	-7.907	-7.970
Reservas Internacionais	9.973	9.406	23.754	32.211	38.806	51.840	60.110	52.173	44.556

Fonte: Banco Central.

Quadro 18.2 Exportações e importações, em US\$ milhões acumulados últimos 12 meses, jan./94 a dez./06.



Duas questões devem ser observadas no caso brasileiro em 1994. A primeira refere-se à pauta de importações (Tabela 18.3). Apesar de todos os componentes terem crescido em 1994 e 1995, os dois itens que apresentaram maiores aumentos foram: automóveis (208%) e bens de consumo (185%). Isso significa que uma parcela relevante da entrada de recursos direcionou-se para o financiamento do consumo, ou seja, para itens que não ampliariam a capacidade futura de pagamento do país.

Tabela 18.3 Importações por itens selecionados: 1992-2000.

Itens	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Total	20.554	25.256	33.079	49.972	53.345	59.840	57.733	49.265	55.783
Bens de Consumo	2.450	3.020	4.658	8.631	9.010	9.241	8.826	6.283	6.377
Matérias-primas	7.628	9.469	11.662	16.738	17.916	18.978	19.310	16.960	18.722
Petróleo	4.141	4.398	4.069	4.712	6.142	6.021	4.314	4.817	7.645
Bens de Capital	6.335	8.369	12.69	19.891	20.277	25.600	25.283	21.205	23.039
Material de Transporte	1.283	2.103	3.396	5.935	4.499	6.389	6.793	4.651	4.926

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, Março/2000.

A segunda refere-se à natureza do capital ingressante no país. Observava-se, nos primeiros anos do plano, forte predomínio dos chamados investimentos de portfólio – ações, fundos de aplicação financeira, fundos de privatização etc. –, que se caracterizam pela possibilidade de refluir rapidamente em resposta às incertezas, queda na taxa de juros interna, aumento na taxa de juros internacional, necessidade de compensar perdas em outros mercados etc.

Assim, manter um déficit em transações correntes, financiado com recursos voláteis e que em parte direcionavam-se para o financiamento do consumo, é uma situação de alto risco e insustentável a longo prazo.

Tendo em vista essa situação, já em outubro de 1994, após a vitória do ex-ministro da Fazenda (FHC) nas eleições presidenciais no primeiro turno, houve uma tentativa de controle da demanda por meio da imposição de restrições de crédito. Entre as medidas, destacam-se: diminuição nos prazos de financiamento (de consórcios e bancários), proibição de financiamentos às empresas de *factoring* e cartões de crédito, e aumento dos depósitos compulsórios. Essas medidas provocaram um repique na taxa de juros em outubro, mas não conseguiram conter a expansão do crédito e, em novembro, as taxas de juros já voltavam a cair.

Além disso, introduziram-se algumas restrições à entrada do capital estrangeiro, para evitar maiores pressões cambiais, e estipulou-se uma pequena margem dentro da qual o dólar poderia flutuar – R\$ 0,84 à R\$ 0,86. Estancava-se dessa forma o processo de apreciação da taxa de câmbio nominal, mas não se promoveu qualquer desvalorização para compensar a valorização anterior. Com as restrições, diminuíram as entradas de recursos. A partir de outubro, a queda do nível de reservas, que se mantivera estável de junho a setembro, mostra a determinação do Banco Central em evitar a desvalorização cambial. Sem alterar o câmbio e com a economia aquecida no final do ano, mantinha-se o déficit em Transações Correntes.

Como já observado anteriormente, vários países na América Latina adotaram estratégias de estabilização baseadas na âncora cambial, e todos tiveram deterioração de suas contas externas, principalmente em decorrência da apreciação cambial – México e Argentina, por exemplo. Assim, a situação brasileira novamente não era inédita, com a experiência desses países mostrando os limites da estratégia.

Deve-se notar que a situação argentina foi significativamente aliviada pela implantação do Plano Real. Como o Brasil se constituiu em um dos principais parceiros comerciais da Argentina, a valorização do Real (R\$) correspondia

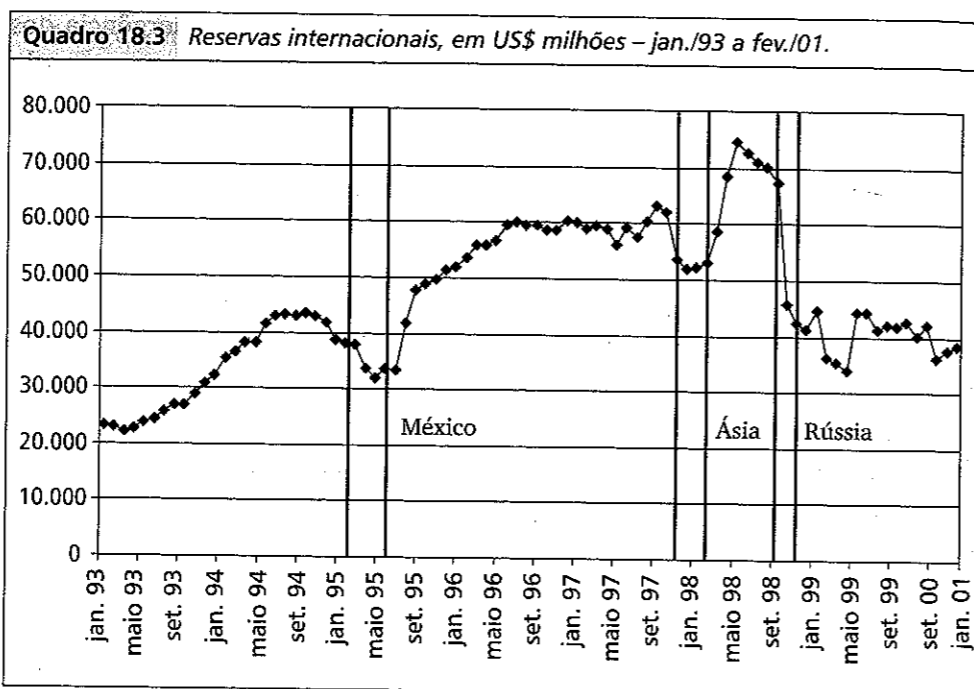
a uma desvalorização efetiva da moeda argentina; assim, a emergência dos déficits comerciais no Brasil significava uma melhora nas contas externas do país vizinho.

O México foi o primeiro país latino-americano a sentir os limites existentes. Como o país apresentava profundos desequilíbrios macroeconômicos, aos quais se somou um quadro político conturbado em 1994, os investidores estrangeiros passaram a apostar na desvalorização da moeda mexicana no final de 1994, provocando o ataque contra ela. O governo foi obrigado a deixar a moeda desvalorizar-se e recorrer a um pacote de ajuda internacional no FMI e a uma série de governos, para atender à fuga de recursos.

A crise mexicana foi o primeiro grande teste à estratégia implementada no Plano Real. Tornou-se claro, no início de 1995, que não se poderia deteriorar ainda mais as contas externas. Isto é, a política econômica não poderia perder o controle sobre a inflação, mas teria também que cuidar da situação externa, para impedir uma crise cambial. Pode-se dizer que, nesse momento, encerrava-se a primeira fase da condução do Plano Real, e inaugurava-se a segunda fase.

A dificuldade que se colocava é que a simples correção da taxa de câmbio, apesar dos efeitos benéficos sobre as contas externas, poderia levar à volta do processo inflacionário naquele momento, uma vez que a economia se encontrava aquecida e a memória inflacionária e o perigo da indexação ainda estavam muito presentes.

A opção do governo em março de 1995, para fazer frente à perda de reservas que o país vinha sofrendo (ver Quadro 18.3), foi ampliar o controle da demanda interna, principalmente com restrições ao crédito e elevação das taxas de juros; esta última serviria também para manter a atratividade do país para o capital estrangeiro (sobre o qual eliminaram-se as restrições que haviam sido impostas em outubro de 1994). Além disso, promoveu-se uma tímida desvalorização de 6% da taxa de câmbio e alterou-se a política cambial, com o alargamento das bandas de flutuações, projetando-se uma desvalorização nominal da taxa de câmbio na faixa dos 7% a.a. Também buscaram-se alguns incentivos para se estimular os exportadores, principalmente por meio de Adiantamento dos Contratos de Câmbio (ACC), que permitia aos exportadores se beneficiarem das elevadas taxas de juros internas. Mais ainda, elevaram-se as tarifas de uma série de produtos, destacando-se automóveis, para os quais inclusive se introduziu o regime de quotas, o que representou um retrocesso no processo de abertura comercial.



A alteração da política cambial, com a adoção do sistema de minibandas e uma desvalorização projetada em torno de 7% a.a., impedia novas apreciações da taxa de câmbio, mas não compensava de imediato a apreciação verificada nos meses anteriores, ou seja, mantinha-se o câmbio sobrevalorizado. Essa política sinalizava a opção do governo por uma estratégia gradualista de correção cambial. Assumindo que a inflação ficasse abaixo desse patamar, a defasagem cambial seria eliminada após algum tempo, bastando que os investidores estrangeiros financiassem o tempo necessário. Enquanto isso, se ocorressem as reformas econômicas e se houvesse ganhos significativos de produtividade, a taxa de câmbio real seria corrigida sem ter que recorrer a uma significativa desvalorização nominal.³ A política monetária (taxa de juros) seria utilizada para a manutenção da taxa de câmbio, mantendo o país atrativo ao capital estrangeiro.

Deve-se destacar o sucesso do governo em abortar o ataque especulativo e manter a taxa de câmbio, quando da crise mexicana em 1995 (**efeito-tequila**). O Banco Central perdeu em torno de US\$ 12 bilhões de reservas, mas a eleva-

³ Ver a respeito o trabalho de Gustavo Franco (1995), em que o autor discute o que seria o novo modelo econômico brasileiro e justifica a manutenção da política cambial.

ção da taxa de juros fez com que rapidamente voltassem os recursos, com as reservas já superando os US\$ 50 bilhões no final do ano. A política adotada, no entanto, trouxe uma série de conseqüências para a economia.

Nessa nova fase, o principal instrumento passou a ser a política monetária, através principalmente da administração da taxa de juros, com múltiplos objetivos: conter a demanda, controlar a inflação, impedir que os déficits comerciais se tornassem muito elevados, agora num quadro de leve desvalorização do câmbio nominal, e, principalmente, manter o país atraente ao capital estrangeiro, para continuar financiando os déficits em transações correntes.

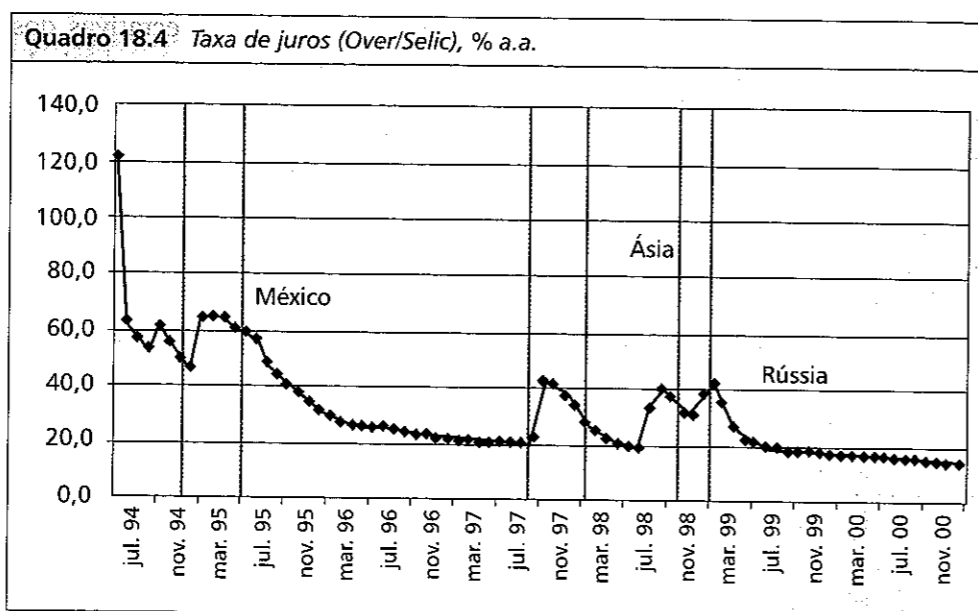
Como efeito da política adotada e com a reversão das expectativas dos agentes, verificou-se uma grande retração na atividade econômica, a partir do segundo trimestre de 1995. Como grande parte da expansão anterior tinha-se dado com base no crédito, e a retração se deu antes que os investimentos anteriores tivessem maturado, verificou-se um grande aumento na taxa de inadimplência da economia, o que acabou provocando o princípio de uma crise financeira, com a quebra de dois grandes bancos privados.⁴ Além da inadimplência das empresas, verificou-se também o aumento da inadimplência dos consumidores, que tomaram recursos emprestados a uma elevada taxa de juros (ver Quadro 18.4), em um contexto no qual os salários estavam deixando de ser indexados. Segundo alguns autores, mostrou-se certa irracionalidade dos consumidores nesse período. Além disso, parcela dos problemas pode ser atribuída ao próprio sistema bancário, que tentou ajustar-se à queda da inflação expandindo suas operações de crédito, sendo que grande parte foi feita sem qualquer análise prudente de risco. Assim, tanto a reversão da atividade econômica como o despreparo dos bancos para a concessão do crédito, colocou o sistema em dificuldades em meados de 1995.

Essa crise não se espalhou, devido à atuação do Banco Central como empresário em última instância, que rapidamente socorreu o sistema e iniciou um amplo processo de reestruturação financeira, por meio do **Proer** (Programa de Estímulo à Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional), com fusões, transferências acionárias e abertura para os bancos estrangeiros, com o que se esperava aumentar a solidez do sistema.⁵ Paralelamente, lan-

⁴ Ver por exemplo o trabalho de Cinquetti (2000), em que o autor aborda a emergência da crise financeira como decorrência da reversão dos investimentos em 1995.

⁵ A crise financeira e o processo de reestruturação do sistema financeiro brasileiro – fusões, aquisições, transferências, entrada de bancos estrangeiros – e alterações na regulação serão discutidos na Parte IV do livro. A esse respeito, ver também Puga (1999).

cou-se um programa semelhante para a reestruturação dos bancos estaduais – o Proes (Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária) – que correspondia a empréstimos da União para cobrir os rombos desses bancos, mas vinculados ao comprometimento dos Estados em privatizá-los ou transformá-los em agências de desenvolvimento. Esses programas de reestruturação do sistema financeiro levantaram uma série de dúvidas sobre o montante de recursos que iria ser gasto e o impacto futuro que geraria sobre as contas públicas.⁶



Outro ponto importante decorre da mudança da política cambial. No período imediato pós-Real, como o governo deixou o câmbio flutuar, a entrada de recursos externos provocou a apreciação da taxa de câmbio. No novo regime, quando os recursos voltaram, para impedir nova apreciação, os novos recursos

⁶ Os desequilíbrios do sistema financeiro, quando se sabe que o governo assumirá o rombo, é considerado como déficit quase-fiscal, pois não aparece de imediato na necessidade de recursos do governo, mas em algum momento futuro irá onerá-lo. Apenas o Proer, por exemplo, envolveu cifras superiores a R\$ 20 bilhões. Isso não reflete o custo total do ajuste do sistema financeiro privado, pois ocorreram outros tipos de intervenção por meio dos bancos federais. No caso brasileiro, os desequilíbrios patrimoniais dos bancos juntam-se aos desequilíbrios do FGTS, da Previdência e de outros fundos públicos. Esses desequilíbrios potenciais acabam comprometendo a avaliação que se faz da situação fiscal do país.

converteram-se em reservas. Para evitar o impacto monetário expansionista, recorreu-se à esterilização, com o conseqüente aumento da dívida pública. Essa dependência da política de esterilização decorreu da incapacidade de fazer um ajuste fiscal adequado, que pudesse compensar o impacto expansionista da entrada de recursos. Tal política penalizava ainda mais o lado fiscal, pela diferença entre a taxa de remuneração das reservas e a taxa de juros paga nos títulos públicos.⁷

A trava colocada pela taxa de câmbio e o desequilíbrio externo crescente definiam um patamar mínimo bastante elevado para a taxa de juros interna, sendo a trajetória seguida por esta totalmente determinada pelo contexto externo. Conforme o país voltou a acumular reservas após a crise mexicana, a taxa de juros entrou em trajetória decrescente. Note-se, porém, que, a partir de meados de 1996, praticamente se estancaram as reduções da taxa de juros. Essa se estabilizou em um patamar bastante elevado, em torno de 20% a.a. em termos nominais, mas, com a baixa taxa da inflação, isto resultava em elevada taxa real de juros. O diferencial entre a taxa de juros interna e a externa refletia o risco embutido de uma mudança cambial ou as expectativas dos agentes de uma desvalorização cambial.

Sempre que ocorria alguma perturbação que colocasse em risco o financiamento dos déficits em transações correntes, tinha que se alterar a taxa de juros. O governo teve que, por mais duas vezes, dobrar a taxa de juros no período – na crise asiática no final de 1997 e na crise russa em meados de 1998. Essa dinâmica da taxa de juros, combinada com o volume de dívida pública, determinou elevados gastos com juros e pressões crescentes do lado fiscal. Em termos reais, a taxa Selic deflacionada pelo IPCA situou-se acima dos 20% a.a. em média ao longo do primeiro mandato, o que, além de contribuir para um fraco desempenho econômico, deteriorava a situação fiscal. Esse quadro aumentou as dúvidas sobre a capacidade de pagamento do governo, sendo a desconfiança ampliada pela sucessão de pacotes fiscais não cumpridos, o que deteriorava as condições de financiamento.

Em relação à questão fiscal, o fraco desempenho no período não decorreu somente dos elevados encargos financeiros, mas da significativa piora do saldo primário do governo. No primeiro mandato do governo FHC (1995/98), houve uma piora do déficit operacional da ordem de 4,7% do PIB frente à média do período 1991/94, passando de 0,4% do PIB de déficit em média para a faixa dos

⁷ Ver, por exemplo, as estimativas de Gonçalves (1996) sobre o custo da acumulação de reservas no período 1992/94. O mesmo cálculo pode ser feito a partir de 1995.

5,1% do PIB. Desta mudança, o principal motivo parece repousar na redução do superávit primário, que passou de uma média de 2,9% do PIB no período 1991/94, para um déficit médio de 0,2% do PIB no período 1995/98, ou seja, uma reversão da ordem de 3,1% do PIB.

Esta deterioração do superávit primário se deu apesar da contínua elevação da carga tributária no período, refletindo um aumento muito grande das despesas não financeiras. De acordo com Giambiagi (2002), os principais fatores a explicar esta piora foram os gastos previdenciários e assistenciais decorrentes de um forte aumento no número de beneficiários, mas, principalmente, pelo aumento dos valores reais dos benefícios. Outro autor, Velloso (2002), destaca a forte vinculação de receitas a despesas e a inflexibilidade dos componentes de gastos, elevada participação de transferências de renda às pessoas, como determinantes das dificuldades fiscais. Assim, apesar da tentativa de se realizar um ajuste fiscal prévio ao plano, este se mostrou insuficiente, ocorrendo uma profunda deterioração fiscal no primeiro mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso.

A combinação de baixos superávits primários e elevados encargos financeiros, sendo que estes últimos se elevaram de 3,3% do PIB no período 1991/94 para 4,9% do PIB no período seguinte, resultaram em elevados déficits operacionais e num forte crescimento da dívida pública. Outros fatores contribuíram para a elevação da dívida no período, na forma de ajustes patrimoniais, destacando-se os chamados **esqueletos**, que se referem a passivos gerados anteriormente, mas que não eram reconhecidos pelo governo e foram assumidos neste período, e também os chamados **passivos contingentes**, referentes a garantias explícitas ou implícitas fornecidas pelo governo e que se manifestaram nessa época.

A crise financeira de 1995 e o processo de reestruturação do sistema financeiro privado e o saneamento dos bancos públicos também provocaram aumento da dívida pública. Por outro lado, deve-se destacar que o governo neste período obteve elevadas receitas com privatizações, que contribuíam para reduzir a dívida. A deterioração fiscal fez com que a dívida pública, que era da ordem de 30% do PIB em 1994, atingisse 44%, em 1998.

Outro indicador relevante é a dinâmica do produto e do desemprego. A partir da crise mexicana, houve uma ruptura no crescimento econômico que se verificara no imediato pós-Real. A partir de então, observou-se uma trajetória do tipo *stop and go* em que os condicionantes externos (fluxo de capitais) definiam a condução da política monetária e o ritmo da economia.

No primeiro mandato de Fernando Henrique Cardoso, a taxa média de crescimento do PIB foi da ordem de 2,6% a.a., com tendência de queda ao longo do período. O desemprego, que atingiu um valor relativamente baixo em 1995 (4,6% da força de trabalho), iniciou uma trajetória de crescimento a partir da crise mexicana. Após a crise asiática, a taxa de desemprego assumiu um patamar recorde, oscilando em torno de 8% em 1998.⁸

Tabela 18.4 Indicadores econômicos Brasil: 1993-1999.

Variável	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Taxa de Crescimento do PIB - % a.a.	4,9	5,9	4,2	2,7	3,3	0,2	0,8
Taxa de Desemprego Aberto (IBGE)	5,3	5,1	4,6	5,4	5,7	7,6	7,6
INPC - IBGE	2.489,0	929,0	22,0	9,1	4,3	2,5	8,4
NFSP - Operacional (% PIB)	-0,3	-1,3	4,9	3,8	4,3	7,5	3,2
NFSP - Primário (% PIB)	-2,7	-5,1	-0,4	0,1	1,0	0,0	-3,1
Dívida Interna Líquida/PIB (dez.)	21,8	23,0	25,5	29,4	30,2	37,1	39,0
Dívida Externa Líquida/PIB (dez.)	16,8	8,6	5,7	3,9	4,3	6,6	10,4
Dívida Total/PIB (dez.)	38,6	31,6	31,2	33,3	34,5	43,7	49,4

Fonte: Banco Central.

Na crise asiática, a resposta do governo em aumentar a taxa de juros e lançar um pacote fiscal ainda foi eficaz. No momento da crise, houve uma redução no nível de reservas da ordem de US\$ 20 bilhões que rapidamente se recompôs, voltando a um patamar superior ao anterior.⁹

⁸ Se considerarmos a taxa de desemprego medida pelo Seade, esse patamar fica em aproximadamente 20%. Ver os motivos da diferença entre a taxa do IBGE e do Seade na Parte I do livro.

⁹ Um fato importante para tal foi o programa de privatização, em especial do Sistema Telebrás. Deve-se notar que a privatização nestes anos serviu para evitar um estouro ainda maior do lado fiscal e estimular o fluxo de capitais externos.

Entre as seqüelas do ajustamento, há o salto na taxa de desemprego e a retração do produto. Além disso, o não-cumprimento do pacote fiscal e a grande elevação da dívida pública fizeram com que o mercado passasse a rejeitar os títulos prefixados, ampliando a opção pelo *over*, mostrando a desconfiança em relação à sustentabilidade da política.

Deve-se destacar que, já nesse momento, o número de pessoas que defendiam a correção cambial era crescente. Todos os indicadores macroeconômicos mostram a deterioração das condições em 1998: taxa de desemprego, crescimento do PIB, déficit público, déficit em transações correntes, dívida pública/PIB, entre outros.

Não demorou e veio a crise russa. Houve uma perda de reservas da ordem de US\$ 30 bilhões entre agosto e setembro de 1998 que, apesar da elevação da taxa de juros e do anúncio de um pacote fiscal, não mais se recuperou, o que refletia a descrença na possibilidade de manter a taxa de câmbio. Um indicador desse quadro foi a queda verificada no preço dos títulos da dívida externa brasileira (elevação dos *spreads* dos *C-Bonds*) logo após a crise russa.

Outra sinalização foi a negociação de um **pacote de ajuda com o FMI** no valor de US\$ 42 bilhões. Esse acordo possuía uma cláusula segundo a qual o volume mínimo de reservas que o país poderia atingir era de US\$ 20 bilhões, ou seja, limitava-se o poder do Banco Central em defender a taxa de câmbio, ampliando-se, portanto, as chances de sucesso de um ataque especulativo.¹⁰

Um ponto interessante no movimento de capitais no segundo semestre de 1998 é que, diferentemente das crises anteriores, em que a maior parte da saída de recursos se deu por residentes, nesse momento todos os agentes estavam retirando seus recursos: bancos e investidores institucionais estrangeiros juntaram-se aos residentes. Apenas os investimentos diretos se mantiveram.¹¹

Uma vez que a crise estava colocada, era questão de circunstância o momento em que ela ocorreria. A primeira ressalva para que ela ocorresse juntamente com a russa era o calendário eleitoral. Apesar de essa já se justificar em agosto e setembro, em outubro de 1998 ocorreriam as eleições presidenciais, e o presidente ainda tinha a estabilização como a grande conquista de seu primeiro mandato; assim, esta não poderia ser colocada em risco. Para empurrar a crise, o governo teve que assumir o ônus de uma mudança latente na taxa de

¹⁰ Ver Averbug e Giambiagi (2000).

¹¹ Sobre o ataque especulativo no Brasil, o comportamento de cada um dos atores e a importância do efeito contágio da Rússia, ver Goldfajn (2000). Sobre o efeito contágio, ver também FMI (1999).

câmbio. Assim, o segundo semestre de 1998 é uma “preparação para se jogar a toalha”, com o setor privado livrando-se do risco cambial, e transferindo-o para o governo. A exposição do setor privado ao câmbio pode ser considerada o segundo fator a retardar a crise.

Dessa forma, o primeiro mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso terminava em meio a um processo de crise cambial, em função de profundos desequilíbrios gerados nesse período com a deterioração das contas externas e da situação fiscal. Com isso, a própria estabilização, principal conquista desse mandato, podia-se considerar ameaçada. Ainda, em relação ao produto, verificou-se que, apesar da estabilização, este manteve sua trajetória de baixo crescimento verificada desde os anos 80, mantendo-se na faixa dos 2,5% a.a.

Portanto, os dilemas que restavam para o mandato seguinte eram: fazer as correções dos desequilíbrios herdados do primeiro mandato, mantendo-se a estabilização, e recolocando o país em uma trajetória de crescimento.

18.2 O segundo mandato de FHC

Apesar da estabilização, uma série de desequilíbrios foram se formando na economia ao longo do primeiro mandato de FHC, destacando-se o déficit fiscal e o déficit externo. A manutenção do câmbio sobrevalorizado no período significou a ampliação do endividamento externo, um aumento significativo da dívida pública e o retardamento do crescimento. No primeiro momento, essa opção se justificava pelo trauma inflacionário, mas o que dizer quando da crise asiática ou da crise russa? A grande perda de reservas verificada principalmente nesta última, o quadro recessivo, a elevada taxa de desemprego, a deterioração do saldo em conta-corrente, a elevação da razão dívida pública/PIB, enfim, todos os fatores já poderiam justificar a mudança cambial em meados de 1998.

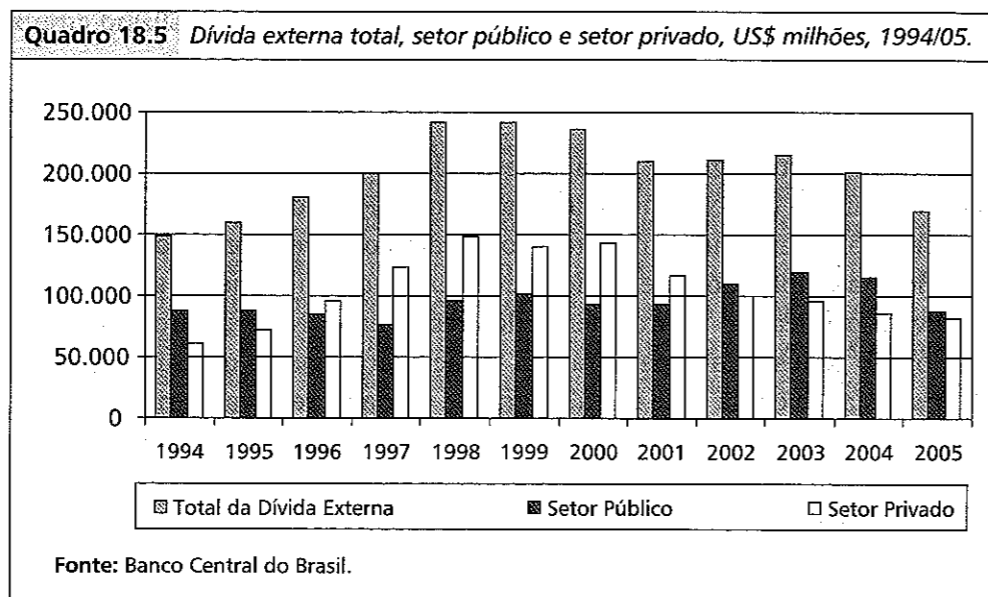
Alguns autores¹² alegam que, mesmo nesse quadro, era possível a manutenção da política cambial, e que o país no final de 1998 já começara a recuperar-se da crise russa. Estancara-se a perda de reservas, e já se entrava em uma trajetória declinante da taxa de juros. Eram outros os determinantes da crise cambial brasileira: a queda nos termos de troca, a não-aprovação de medidas importantes para o ajuste fiscal pelo Congresso Nacional no segundo

¹² Ver, por exemplo, Averbug e Giambiagi (2000).

semestre de 1998, e a “**moratória mineira**” ou efeito pão de queijo decretada por Itamar Franco em janeiro de 1999.

Parece, entretanto, que a mudança cambial já estava definida na crise russa, e a espera de seis meses decorreu do calendário eleitoral e do processo de transferência do risco cambial para o setor público. O próprio acordo com o FMI, no segundo semestre de 1998, já pode ser um sinalizador da disposição à mudança.

Uma característica do endividamento externo brasileiro na década de 90 é o predomínio das captações privadas. O Quadro 18.5 mostra que até 1997 o aumento da dívida externa brasileira se deu exclusivamente pelo endividamento do setor privado, cuja participação saltou de 40% na dívida total em 1994 para 62% em 1997.¹³ Em 1998, já se percebe uma reversão na tendência de ampliação da participação do setor privado.



Com o grande endividamento externo do setor privado, o risco que se coloca em uma desvalorização cambial é uma deterioração patrimonial do mesmo,

¹³ Esse processo se mostra com mais clareza ainda se tomarmos o início da década. Nesse período, a dívida externa total do setor público foi reduzindo-se, enquanto o setor privado ia ocupando o espaço.

com risco de crises econômicas (queda do consumo e investimento – efeito riqueza), crise financeira (falências, quebras bancárias etc.), entre outros efeitos. Entretanto, no Brasil, a mudança cambial não provocou esse processo disruptivo. Por quê?

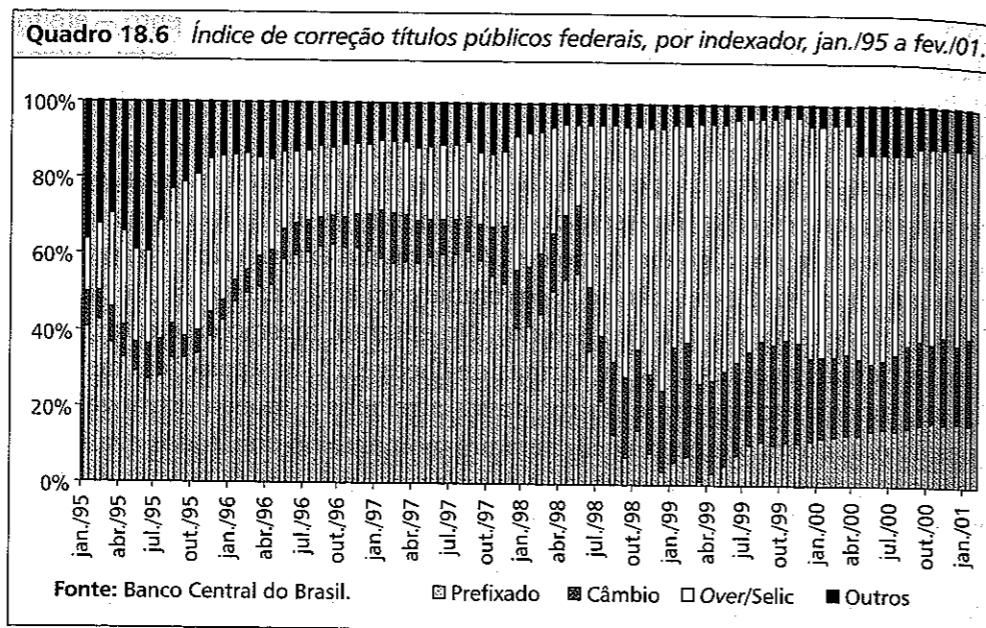
A resposta decorre da possibilidade de *hedge* oferecida aos agentes, que permitiram que estes se livrassem do risco cambial. As instituições financeiras, que respondiam por algo em torno de 1/3 da dívida externa do setor privado, possuíam uma baixa exposição ao risco câmbio com ativos externos, que de certa forma compensavam o passivo externo. No entanto, mesmo esse setor, junto com os demais agentes, buscou formas de “*hedgear*” suas posições: mercado futuro, moeda estrangeira e outros ativos atrelados à moeda estrangeira. A questão era: quem ofereceria *hedge* em um momento no qual todos avaliavam ser insustentável a política cambial. Novamente, a resposta foi o setor público, como já havia sido feito em outros momentos da história do país.¹⁴

A primeira forma de atender a demanda dos agentes por proteção cambial foi a venda de moeda estrangeira. Como vimos, a perda de reservas entre agosto e setembro de 1998 situou-se acima dos US\$ 30 bilhões. Esse é um custo em geral não considerado, mas que se se tomar o valor pelo qual o governo vendeu os dólares neste período e o valor que chegou a taxa de câmbio no início de 1999, percebe-se o enorme custo de oportunidade dessa operação, e os ganhos que o governo proporcionou àqueles que adquiriram as reservas.¹⁵

A segunda forma utilizada foi a alteração na composição da dívida pública por tipo de indexador. O que se observa no Quadro 18.6 é a forte retração nos títulos prefixados. Estes começaram a reduzir-se no final de 1997, tendo uma recuperação depois da crise asiática, voltando a se retrair a partir de maio de 1998, quando sua participação era de 55%, e passou para apenas 3% em dezembro deste ano. Essa queda foi captada, principalmente, pelos títulos indexados ao *over*, que representam uma proteção mais adequada aos movimentos no mercado cambial. Outra parcela foi para os títulos indexados à própria taxa de câmbio, cuja participação estava em torno de 10% do total ao longo de 1997, saltando para 21% no final de 1998, o que significava um *hedge* em torno de US\$ 60 bilhões. Considerando a forte desvalorização da taxa de câmbio em janeiro de 1999, percebe-se o elevado prejuízo para o Tesouro Nacional, com o aumento do valor da dívida pública.

¹⁴ Como, por exemplo, na passagem da década de 70 para a de 80.

¹⁵ Comparando-se a taxa de câmbio de agosto de 1998, com a de janeiro de 1999, a venda de reservas gerou uma perda da ordem de R\$ 21 bilhões de reais.



Além desses mecanismos, o governo ainda atuou no mercado futuro, vendendo dólares para atender à demanda do setor privado, incorrendo em significativos prejuízos nessas operações.

Com base nessas informações, pode-se concluir que, no momento da mudança cambial, apenas uma pequena parcela da dívida externa do setor privado não estava protegida. Assim, as perdas decorrentes da desvalorização cambial concentraram-se no setor público e em alguns poucos agentes do setor privado.

No final de dezembro de 1998 e início de janeiro de 1999, a fuga de capitais voltou a se acelerar, as perdas de reservas superavam US\$ 1 bilhão/dia. Como o acordo com o FMI impunha um limite mínimo de reservas, já se faziam as contas para quando se daria a mudança cambial. Ainda nas primeiras semanas de 1999, apareceram alguns problemas políticos, com os governadores de oposição recém-empossados sinalizando o desejo de rediscutir as respectivas dívidas e os pagamentos à União (por exemplo, a já citada "moratória mineira" do governador de Minas Gerais, Itamar Franco).

Sinalizavam-se, portanto, maiores dificuldades do lado fiscal. Nesse ambiente, criou-se a cena política adequada para promover a mudança cambial em janeiro de 1999, atribuindo-se a tomada de decisão pelo governo federal a fatores externos e não a erros de política econômica.

A mudança deu-se com a saída do então presidente do Banco Central, Gustavo Franco, que era o maior defensor da manutenção do câmbio valorizado, e a entrada de Francisco Lopes. A primeira alteração correspondeu a uma desvalorização da taxa de câmbio, mas ainda mantendo-se o sistema de banda. Quando o governo fez a desvalorização, os recursos continuaram saindo, pois o mercado queria uma desvalorização maior.

As incertezas que se geraram e o anúncio de alguns escândalos, que colocavam em suspeita o então presidente do Banco Central, levaram a sua substituição por Armínio Fraga. O novo presidente do Banco Central abandonou o sistema de bandas e adotou o sistema de **câmbio flutuante**. O impacto imediato foi uma desvalorização do câmbio nominal da ordem de 70% nos primeiros meses, chegando a superar os R\$ 2,00 em fevereiro/1999.

A experiência observada em todos os países que passaram por problemas cambiais mostrou algumas das seguintes conseqüências: aceleração inflacionária, crise financeira, profunda recessão, enfim, crises econômicas. Entretanto, no Brasil, não se verificou uma crise profunda. O desempenho da economia brasileira em 1999 pode ser considerado bastante satisfatório, tendo em vista a magnitude da mudança cambial ocorrida.

O grande receio em abandonar o sistema de câmbio fixo era de que a desvalorização nominal trouxesse de volta o problema inflacionário e, com isso, a inflação resultante anulasse os ganhos da desvalorização, isto é, tivesse um pequeno impacto sobre a taxa de câmbio real. Esse foi aproximadamente o caso do México em 1995. A mudança cambial na Ásia em 1997 não seguiu essa trajetória. A inflação após a desvalorização nominal ficou relativamente sob controle, resultando em uma ampla desvalorização da taxa de câmbio real.

Tanto no México como na Ásia, a mudança cambial foi seguida de uma ampla contração econômica, em virtude do efeito-riqueza gerado. No caso dos países asiáticos, deve-se destacar que a crise cambial foi acompanhada de uma crise financeira, inclusive a fragilidade de seus sistemas financeiros sendo colocada como o determinante da crise cambial. Assim, houve uma grande contração do crédito após a crise cambial, resultando na retração econômica.

A questão que se colocava, no caso brasileiro, era se a inflação após a desvalorização iria seguir a trajetória mexicana ou a asiática. As projeções feitas sobre a inflação para 1999 no início do ano eram as mais díspares possível. Como vimos, quando se adotou o sistema de taxa de câmbio flutuante, esta entrou em uma trajetória ascendente.

Para evitar que a pressão cambial se transformasse em processo inflacionário, adotou-se uma política monetária bastante restritiva, com o **Comitê de Política Monetária (Copom)**, criado no início da gestão de Armínio Fraga no Banco Central, estipulando uma meta para a taxa de juros (Selic) da ordem de 45% a.a. em março. Essa elevada taxa de juros deveria servir para conter a saída de recursos e diminuir o processo especulativo em torno da taxa de câmbio, estabilizando seu valor. Introduziu-se nesse momento também um “viés de baixa” na taxa de juros que o Banco Central poderia utilizar para reduzir a taxa, independentemente da reunião do Copom, caso a situação se tranqüilizasse.¹⁶

Ao contrário da situação inicial do Plano Real, em que a “âncora cambial” provocou uma queda abrupta na inflação dos bens transacionáveis (*tradeables*), enquanto a demanda aquecida fez com que os preços dos não transacionáveis (*non tradeables*) continuassem subindo, a situação agora deveria levar a um aumento nos preços dos transacionáveis, enquanto a demanda desaquecida controlaria os preços dos não transacionáveis. Ou seja, a recomposição da taxa de câmbio real dependeria de um comportamento dos preços inverso ao verificado no início do plano: os transacionáveis teriam aumentos, enquanto os não transacionáveis segurariam a taxa de inflação.

Verifica-se que a inflação teve uma elevação significativa em fevereiro, mês posterior à mudança cambial, mas bem abaixo da taxa de variação cambial. A partir de março, já se observa queda na taxa de inflação, e em maio os índices já apresentavam variação semelhante a dezembro, sendo que vários índices apresentaram deflação nesse mês, sinalizando que os ajustes à desvalorização já haviam sido feitos. Outro ponto que deve ser destacado é que os índices confirmaram a pressão maior sobre o preço dos bens transacionáveis. Entre os índices de preços, o que apresentou a maior variação foi o Índice de Preços por Atacado (IPA) que é composto basicamente por esta categoria de bens (ver Tabela 18.5).

¹⁶ Além de estabelecimento do “viés” de taxa de juros, foi estabelecida um pouco mais tarde (julho de 1999) uma nova âncora nominal, as chamadas **metas inflacionárias** (*inflation target*), que consiste em fixar bandas para a inflação futura (ver Box 18.1).

Tabela 18.5 Índices de preços – variações percentuais.

Período	IGP-DI	IPA-DI	IPC-BRASIL	INPC	IPCA	IPC-FIPE
1999	19,98	28,90	9,12	8,43	8,94	8,64
2000	9,81	12,06	6,21	5,27	5,97	4,38
2001	10,40	11,87	7,94	9,44	7,67	7,13
2002	26,41	35,41	12,18	14,74	12,53	9,92
2003	7,67	6,26	8,93	10,38	9,30	8,17
2004	12,14	14,67	6,27	6,13	7,60	6,56
2005	1,22	-0,97	4,93	5,05	5,69	4,52
2006	3,34	3,51	2,22	2,71	3,26	1,66

Fonte: Boletim do Banco Central, dez. 2006.

Com a manutenção das taxas de juros elevadas e o relativo controle inflacionário, estancou-se o processo de desvalorização da taxa de câmbio a partir de março, que começou a valorizar-se a partir de então, caindo para um valor em torno de R\$ 1,70 em abril e maio, para depois sofrer uma nova desvalorização e situar-se na faixa entre R\$ 1,80 e R\$ 1,90 a partir de julho/99, em torno do que oscilou até o final de 2000, sem grandes mudanças (ver Quadro 18.1).¹⁷

Com a adoção do sistema de câmbio flutuante e a perda da âncora cambial como referencial de preços, o Banco Central passou a adotar, a partir de julho de 1999, o **sistema de Metas de Inflação** como regra para a política monetária. De acordo com ele, a função básica do Banco Central e da política monetária é o cumprimento da meta estipulada pelo Conselho Monetário Nacional, e o instrumento utilizado para tal é essencialmente a taxa de juros, que, por meio de seus impactos sobre a demanda, influencia na inflação. Assim, quando a taxa de inflação situa-se acima da meta, o Copom eleva a taxa de juros, quando está abaixo, o Copom reduz a taxa de juros.

Esta relação entre a taxa de juros e a inflação é a chamada **Regra de Taylor** da Política Monetária. Este sistema tem sido adotado em vários países, como pode ser visto no Box 18.1, e é considerado um dos regimes mais eficientes para a política monetária. Deve-se destacar que a taxa de inflação em determinado momento está sujeita a vários componentes: inércia ou carregamento

¹⁷ Note-se que a taxa de câmbio nesse patamar significa uma desvalorização nominal entre 50 e 60% em relação a dezembro de 1998.

de inflação dos períodos anteriores, choques de oferta (inflação de custos) e pressões de demanda.¹⁸ A taxa de juros influi basicamente sobre este último componente da inflação.

A adoção do regime de metas de inflação parece ter contribuído de maneira significativa para manter a confiança dos indivíduos de que o governo encontrava-se comprometido com a estabilização, e para impedir que o choque cambial se transformasse em pressões inflacionárias insuportáveis. Deve-se destacar que o baixo crescimento econômico em 1999 contribuiu para tal.

No regime de metas inflacionárias, o compromisso do Banco Central passa a ser com o nível da inflação, e deixa de ser a defesa de uma dada taxa de câmbio, ou um dado crescimento econômico. Assim, a credibilidade desse regime depende em grande parte do grau de autonomia do Banco Central, e, também, dos demais componentes da política econômica – regime fiscal e cambial.

Box 18.1 Metas inflacionárias

A discussão de metas inflacionárias ganhou destaque ao longo dos anos 90, passando a ser crescentemente incorporada às políticas econômicas de vários países. No Brasil, o regime de metas inflacionárias foi adotado em julho de 1999 por meio da Resolução nº 2.615 do Conselho Monetário Nacional.

A análise das metas inflacionárias pode ser colocada dentro das alternativas disponíveis para as autoridades para a condução da política monetária. Entre as possibilidades, podemos ter:

- (i) **Âncora Monetária** – Na qual as Autoridades Monetárias definem o crescimento do agregado monetário. Em relação a esse procedimento, a dificuldade de as Autoridades atingirem essas metas (lembrar que o processo de oferta de moeda depende da interação de outros agentes), o fato de a demanda de moeda não ser estática, assim como as relações entre agregados monetários e inflação, de tal forma que o uso de âncoras monetárias pode ser de pouca utilidade.
- (ii) **Âncora Cambial** – Este procedimento foi amplamente utilizado por diversos países que buscavam a estabilização, como por exemplo o Brasil, a Argentina e o México. A utilização desse instrumento, com políticas fiscais e monetárias inconsistentes com a ancoragem, podem resultar em crises do Balanço de Pagamentos e, em alguns casos, em crises financeiras (amplia-se a vulnerabilidade dos países a ataques especulativos).

¹⁸ A este respeito, ver a discussão sobre a Curva de Phillips no Capítulo 11. A idéia básica na Regra de Taylor é que quando a inflação está elevada (ou crescendo) deve-se diminuir a demanda para controlá-la. Com o aumento da taxa de juros a demanda se retrai, o desemprego se eleva (note-se que a comparação relevante é a taxa de desemprego em relação à taxa natural), fazendo com que o produto se reduza (novamente a comparação relevante é com o chamado produto potencial, ou o chamado “hiato do produto”), e com isso diminuam as pressões inflacionárias.

- (iii) **Produto Nominal** – Ao se usar o produto nominal como referência para a política monetária, o produto real e o nível de preços entram com o mesmo peso na função objetivo da Autoridade Monetária. Este possui alguns inconvenientes referentes ao acompanhamento do produto real, cujas medidas possuem grande defasagem e as estimativas são bastante incertas.

O conjunto de dificuldades associado às várias alternativas de controle monetário fez com que a idéia de metas inflacionárias fosse ganhando destaque. Conforme destacado em Giambiagi e Carvalho (2001), a questão é saber se se deve perseguir metas não anunciadas ou anunciadas de inflação. Isto é, se o governo deve apenas perseguir determinadas metas ou se comprometer com tais metas. Se por um lado a primeira alternativa aumenta a flexibilidade, por outro lado não se garante a continuidade da estratégia. A definição depende claramente da situação de cada país. Entre os países que adotam metas anunciadas de inflação, pode-se destacar (com os respectivos anos de adoção do sistema): Nova Zelândia (1990), Chile e Canadá (1991), Israel e Reino Unido (1992), Austrália e Suécia (1993), Espanha (1994), Hungria e República Tcheca (1998), Brasil e Polônia (1999).

O Sistema de metas inflacionárias corresponde à definição explícita da taxa de inflação objetivo pelas Autoridades Monetárias e na atribuição de responsabilidade às autoridades para atingir meta. Nota-se que esse sistema “permite que a política monetária se concentre na busca prioritária de certo nível de inflação, e possibilita uma avaliação clara do desempenho da política monetária, por meio da comparação entre a meta e a inflação observada” (Giambiagi e Carvalho, 2001:7).

No desenho dos sistemas, deve-se definir: qual o indicador de preços que será utilizado, como se definirá a meta, se será um ponto ou um intervalo, e neste último caso qual o nível de tolerância, o horizonte das metas, o período para a convergência para uma situação estacionária, a definição de exceções para o não-cumprimento das metas, critérios de transparência e controle.

No caso brasileiro, estabeleceu-se o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) do IBGE como indicador a ser utilizado para a política monetária. Vários países que utilizam IPCs como indicador realizam expurgos do índice, utilizando-se conceitos do tipo “núcleo da inflação” (“*core inflation*”). O objetivo é eliminar, por exemplo, fatores sazonais de flutuação do índice.

No momento da adoção do sistema, estipularam as metas de inflação para os três anos seguintes – 1999, 2000 e 2001 – em 8%, 6% e 4%, respectivamente, com um intervalo de tolerância de mais ou menos 2 pontos percentuais em cada ano. Posteriormente, o governo definiu a meta de 3,5% para 2002, reafirmando o compromisso de uma trajetória declinante de inflação. Em termos de horizonte, ficou estabelecido que em todo mês de junho de cada ano t , mantidas as metas para os anos t e $(t + 1)$, o governo anunciaria a meta para o ano $(t + 2)$.

Caso se verifique a impossibilidade de cumprir a meta estabelecida, o presidente do Banco Central deve publicar uma carta aberta explicando os fatos pelos quais a convergência da taxa de inflação com a meta não foi alcançada, e as principais medidas adotadas e a serem adotadas para que a convergência se efetue, bem como o tempo estimado (necessário) para tal.

Completando o arcabouço da política macroeconômica no segundo mandato de FHC, tem-se a mudança do desempenho fiscal, como terceiro elemento central da política macroeconômica. Em relação às finanças públicas, deve-se destacar a profunda reversão do saldo primário do governo, que passou a apresentar, a partir de 1999, superávits primários expressivos, conforme acordado com o FMI. No novo contexto macroeconômico, a existência de superávits primários seria necessária para permitir a absorção de choques na economia, liberar a taxa de juros para ser usada para fins de política monetária (controle da inflação) e permitir a estabilização/redução da dívida pública ao longo do tempo, diminuindo o risco do país, a volatilidade cambial e a taxa de juros de longo prazo.

Um dos principais impactos da desvalorização cambial foi o grande aumento da dívida pública, pois uma parcela significativa dos títulos públicos estava atrelada ao dólar. Isso, acoplado à manutenção de uma taxa de juros elevada após a desvalorização, aumentou significativamente os gastos com juros no início do ano. Esses gastos começaram a se reduzir em meados do primeiro semestre, à medida que o Banco Central pôde ir reduzindo a taxa de juros. Após jogar os juros a 45% no início do ano, essa taxa entrou em rápida trajetória de queda, em razão dos avanços nas contas externas e do sucesso em conter a aceleração inflacionária.

Com a desvalorização cambial, retirou-se grande parte da incerteza cambial embutida na taxa de juros. Com isso, a taxa pôde cair para os menores patamares desde a implantação do Plano Real. Embora os gastos com juros continuassem elevados em 1999 (6,3% do PIB), estes foram inferiores aos do ano anterior.

Além dessa pequena redução nos gastos com juros, observa-se uma elevação do resultado primário, que decorreu principalmente de um aumento significativo da arrecadação, devido à aprovação, pelo Congresso, de uma **Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira-CPMF**, que substituiu o IPMF com alíquota maior (0,38%), do aumento do Cofins de 2 para 3% e sua extensão para as instituições financeiras, e cobrança da contribuição previdenciária dos inativos e pensionistas do setor público. Do lado das despesas, estas continuaram crescendo, acompanhando a própria receita, dada a vinculação de gastos às receitas, imposta pela Constituição de 1988. Daí a importância da desvinculação de parte da receita, através do Fundo Social de Emergência (FSE), criado em 1993, posteriormente denominado **Fundo de Estabilização**

Fiscal (FEF), e, finalmente, **Desvinculação de Receitas da União (DRU)**, possibilitando a geração dos superávits.¹⁹

O bom desempenho fiscal se deu em todas as instâncias de governo, destacando-se para os Estados e Municípios a forte elevação da arrecadação de ICMS, uma vez que, com a desvalorização cambial, houve um aumento significativo nas tarifas de energia e telecomunicações (contratos atrelados ao IGP) e dos combustíveis, que, em conjunto, representam em torno de 30% do ICMS, que se constitui no maior imposto do país, e é partilhado entre Estados (75%) e Municípios (cota-parte de 25%). Neste quadro, a carga tributária, que se aproximara dos 30% do PIB no primeiro mandato de FHC, foi se elevando até chegar aos 35% no final do segundo mandato (Tabela 18.6).

Tabela 18.6 Carga tributária/PIB: 1998-2002.

Ano	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Carga tributária/PIB	29,33	31,64	32,84	33,68	35,84	35,54	36,80	37,82	38,80

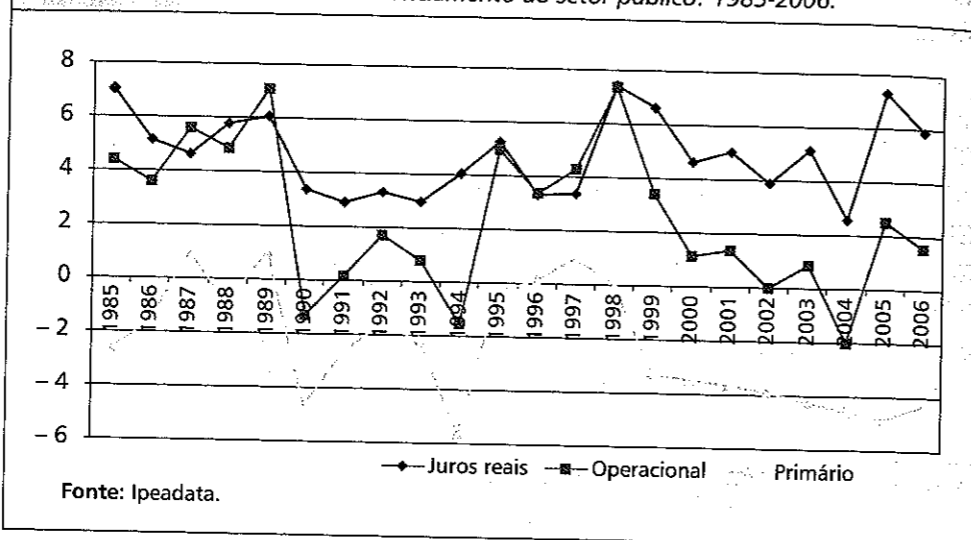
Com isso, o governo conseguiu um superávit primário de 3% do PIB em 1999. Conforme revela-se no Quadro 18.7, o déficit operacional reduziu-se de 7,5% do PIB em 1998 para 3,2% em 1999, mostrando a evolução das contas públicas. Ao longo do segundo mandato, o superávit primário foi se elevando e o déficit operacional se reduzindo.

Note-se que, apesar de o ajuste estar fortemente concentrado na elevação das receitas em impostos de baixa qualidade, podem-se destacar algumas mudanças estruturais em relação ao controle e comportamento das despesas. As principais mudanças podem ser consideradas:

- (i) a aprovação da **Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF)**, em 2000, com a imposição de limites de gastos com pessoal para os três níveis de governo, critérios de transparência e controle das contas públicas, limites ao endividamento e penalizações aos gestores públicos que não cumprirem a lei;

¹⁹ Em 1993 criou-se o chamado Fundo Social de Emergência (FSE), com o objetivo de desvincular recursos; depois o nome mudou para Fundo de Estabilização Fiscal (FEF), depois para Desvinculação de Receitas da União (DRU). Em essência, referem-se à mesma coisa.

Quadro 18.7 Necessidade de financiamento do setor público: 1985-2006.



- (ii) a Reforma Previdenciária de 1998, que institui o fator previdenciário,²⁰ altera a regra de cálculo dos benefícios e substitui o preceito do tempo de serviço pelo tempo de contribuição; e
- (iii) a renegociação das dívidas estaduais e a reorganização do sistema de bancos estaduais, com a liquidação, privatização ou transformação desses bancos em agências de fomento, o que garantiu que o aumento das receitas dos Estados (ICMS) fosse transformado em superávit primário para o pagamento da dívida, além de que o fim dos bancos estaduais eliminou um dos principais fatores geradores de passivos no país.

Vale destacar, que apesar desses fatores, o gasto público primário, com destaque para os gastos correntes, manteve um crescimento elevado ao longo de todo o período refletindo a dificuldade de cortar gastos no país. O com-

²⁰ O fator previdenciário, implementado em novembro de 1999, visa adequar o benefício ao tempo médio de recebimento do benefício (expectativa de sobrevida), à idade e ao tempo de contribuição. Sua fórmula é:

$$f = [(Tc \cdot a) / Es] \cdot \{1 + [(Id + Tc \cdot a) / 100]\}$$

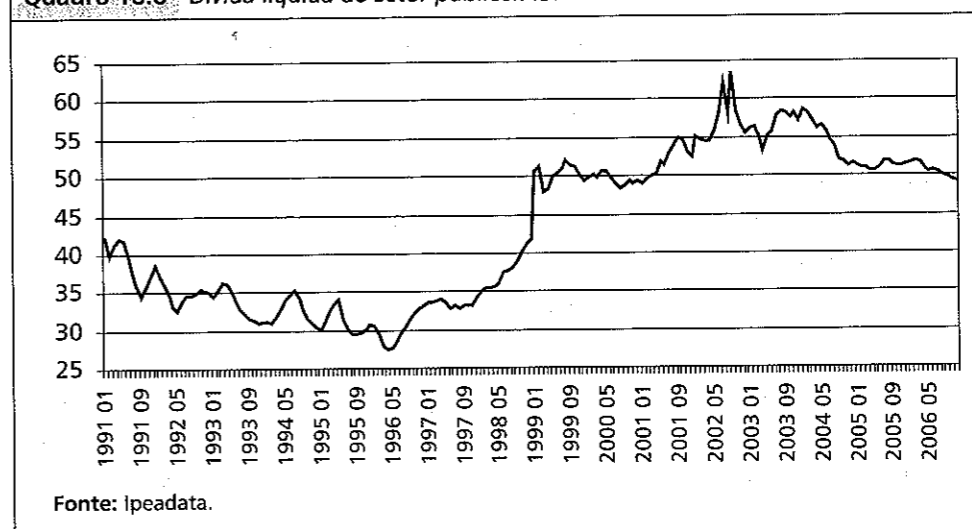
onde f = fator previdenciário; Tc = tempo de contribuição até o momento da aposentadoria; a = alíquota de contribuição igual a 0,3; Es = expectativa de sobrevida no momento da aposentadoria; e Id = idade no momento da aposentadoria. Percebe-se que, quanto maior o tempo de contribuição e a idade, maior o benefício; e quanto maior a expectativa de vida, menor o fator, e portanto o benefício.

ponente de gasto mais afetado com as metas de superávits e com a LRF foi o investimento, reflexo da baixa poupança pública.

Apesar deste desempenho fiscal, centrado no aumento das receitas, a dívida pública, após uma estabilização nos anos 1999 e 2000, voltou a crescer a partir de 2001, o que está fortemente relacionado à composição dessa dívida, com forte presença de títulos indexados ao câmbio, e outra parcela com títulos atrelados à SELIC.

Assim, seja em função de uma desvalorização cambial, seja em função da elevação da SELIC para controlar as pressões inflacionárias, a dívida pública elevou-se continuamente. Enquanto no primeiro mandato parcela significativa do aumento da dívida possa ser explicada pela deterioração do saldo primário, no segundo mandato essa elevação se deu em função de ajustes patrimoniais e não por determinantes fiscais, uma vez que o país apresentou superávits primários significativos (Quadro 18.8).

Quadro 18.8 Dívida líquida do setor público/PIB.



Outro aspecto a ser analisado é o desempenho do setor externo. O motivo pelo qual se clamava a desvalorização cambial era a melhora das contas externas: a reversão do déficit da balança comercial e a diminuição do déficit em transações correntes, fazendo com que o país precisasse captar menos recursos no exterior, o que possibilitaria a redução das taxas de juros e a retomada do crescimento.

Verifica-se, já a partir de 1999, uma melhora das contas externas: (i) o déficit em transações correntes teve uma redução da ordem de 27%, passando de US\$ 33 bilhões para US\$ 25 bilhões; (ii) a Balança Comercial apresentou uma queda no déficit da ordem de US\$ 5,4 bilhões, resultado de uma ampla queda nas importações (em torno de US\$ 8 bilhões) e uma menor queda do valor das exportações no ano (US\$ 3 bilhões); (iii) redução do déficit do balanço de serviços não fatores, com destaque para a queda das despesas com viagens e transporte, embora a renda líquida enviada ao exterior, basicamente a renda de capitais, tenha se elevado ao longo do ano, fruto do aumento do endividamento no ano anterior.

Tabela 18.7 PIB Brasil: 1998-2002 (US\$ milhões).

Discriminação	1998	1999	2000	2001	2002
Balança Comercial	- 6.575	- 1.199	- 698	2.650	13.121
Exportações	51.140	48.011	55.086	58.223	60.362
Importações	57.714	49.210	55.783	55.572	47.240
Balança de Serviços e Rendas	- 28.299	- 25.825	- 25.048	- 27.503	- 23.148
Serviços	- 10.111	- 6.977	- 7.162	- 7.759	- 4.957
Rendas	- 18.189	- 18.848	- 17.886	- 19.743	- 18.191
Saldo em Transações Correntes	- 33.416	- 25.335	- 24.225	- 23.215	- 7.637
Conta Capital e Financeira	29.702	17.319	19.326	27.052	8.004
Investimentos Diretos	26.002	26.888	30.498	24.715	14.108
Investimentos em Carteira	18.125	3.802	6.955	77	- 5.119
Derivativos	- 459,8	- 88,1	- 197,4	- 471,0	- 356,2
Outros investimentos	- 14.285	- 13.620	- 18.202	2.767	- 1.062
Resultado do BP	- 7.970	- 7.822	- 2.262	3.307	302
Reservas Internacionais	44.556	36.342	33.011	35.866	37.823

Fonte: Banco Central.

A rápida queda nas importações reflete tanto a mudança cambial como a contenção de demanda. Deve-se destacar que esse desempenho das importações se deu mesmo com o aumento no valor das importações de petróleo, em virtude dos aumentos do preço do barril, e uma pequena redução nas importações de bens de capital; ou seja, grande parte da queda concentrou-se nos bens de consumo, inclusive automóveis, e bens intermediários.

Tabela 18.8 Exportação e importação – por itens selecionados: 1998-2005.

US\$ milhões								
Bens exportados	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Total – Exportações	51.140	48.011	55.086	58.223	60.362	73.084	96.475	118.308
Produtos básicos	12.977	11.828	12.562	15.342	16.952	21.179	28.518	34.722
Café cru em grão	2.332	2.230	1.559	1.208	1.195	1.302	1.750	2.516
Soja, mesmo triturada	2.178	1.593	2.188	2.726	3.032	4.290	5.395	5.345
Minérios	3.375	2.862	3.048	2.932	3.049	3.456	4.759	7.297
Carnes	1.163	1.434	1.472	2.377	2.580	3.392	5.201	6.866
Óleos brutos de petróleo	nd	nd	159	721	1.691	2.122	2.528	4.164
Outros	3.927	3.708	4.137	5.380	5.404	6.616	8.885	8.533
Produtos semimanufaturados	8.120	7.982	8.499	8.243	8.965	10.944	13.431	12.980
Açúcar de cana em bruto	1.096	1.162	761	1.401	1.111	1.350	1.511	1.906
Produtos de ferro ou aço	1.255	1.096	1.360	1.082	1.410	1.619	2.124	1.967
Pastas químicas de madeira	1.049	1.243	1.601	1.246	1.160	1.744	1.722	1.596
Alumínio em bruto	0	0	0	676	813	903	952	808
Outros	3.849	3.617	3.830	3.838	4.472	5.328	7.122	6.704
Produtos manufaturados	29.387	27.330	32.528	32.901	33.000	39.653	52.948	65.144
Aviões	1.159	1.772	3.054	2.839	2.335	1.939	3.269	3.168
Calçados, suas partes e componentes	1.387	1.342	1.617	1.684	1.516	1.622	1.899	1.979
Automóveis de passageiros	1.619	1.139	1.768	1.951	2.005	2.656	3.352	4.395
Partes e peças para veículos automóveis e tratores	1.429	1.229	1.206	1.172	1.159	1.488	1.961	2.463
Motores para veículos automóveis e suas partes	1.119	1.043	1.064	1.112	1.341	1.674	1.972	2.313
Outros	22.674	20.806	23.819	24.144	24.644	30.277	40.496	50.825
Operações especiais*	656	872	1.497	1.736	1.446	1.308	1.579	2.482
Importações – Total	57.763	49.295	55.839	55.581	47.235	48.260	62.835	73.551
Petróleo	1.964	2.124	3.190	3.193	3.304	3.840	6.745	7.648
Bens de Capital	12.475	10.097	9.679	10.876	8.667	7.152	7.686	9.913
Bens de Consumo duráveis	3.843	1.887	1.885	2.000	1.245	1.060	1.306	1.805
Bens de Consumo não duráveis	6.201	4.577	4.135	3.779	3.449	3.429	3.945	4.722
Bens Intermediários	30.874	27.825	32.427	31.883	27.666	30.156	39.877	45.330

nd: dado não disponível.
*: Inclui transações especiais, consumo de bordo e reexportação.
Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, diversos.

O fraco desempenho das exportações pode ser atribuído a um conjunto de fatores: redução dos preços das principais *commodities* exportáveis em função da fraca demanda mundial, queda da atividade econômica na América Latina e incertezas dos exportadores. Em relação a este último tópico, deve-se notar que o forte período de valorização da taxa de câmbio levou a uma destruição dos canais de comercialização; isto por si só levaria a uma demora para a recuperação das exportações. Com as incertezas em relação à taxa de câmbio, esse processo tende a ser ainda mais lento, pois leva a uma demora maior na tomada de decisões.

Outros dois itens que contribuíram para a melhora do saldo em transações correntes foram as viagens (turismo) e os transportes. A retração das despesas com viagens mostra a sensibilidade do turismo internacional em relação à taxa de câmbio. A queda nas viagens já contribuiu para a redução dos gastos com transportes, que ainda diminuem em razão do menor volume de importações e exportações. A queda no déficit desses dois itens contribuiu em aproximadamente US\$ 3 bilhões com a melhora do saldo em transações correntes em 1999, ou seja, quase um terço do incremento (Tabela 18.9).

Tabela 18.9 Setor externo, serviços e renda de capital: 1992-2005.				
(US\$ milhões)				
Ano	Serviços		Renda de Capital	
	Viagens Intern.	Transportes	Lucros e Dividendos	Juros Líquidos
1992	- 319	- 1.359	- 574	- 7.253
1993	- 799	- 2.090	- 1.831	- 8.280
1994	- 1.181	- 2.441	- 2.483	- 6.338
1995	- 2.419	- 3.200	- 2.590	- 8.158
1996	- 3.598	- 2.717	- 2.830	- 8.778
1997	- 4.377	- 3.162	- 5.443	- 9.483
1998	- 4.146	- 3.261	- 6.855	- 11.437
1999	- 1.457	- 3.071	- 4.115	- 14.876
2000	- 2.084	- 2.896	- 3.316	- 14.649
2001	- 1.468	- 2.956	- 4.961	- 14.877
2002	- 398	- 1.959	- 5.162	- 13.130
2003	218	- 1.590	- 5.640	- 13.020
2004	351	- 1.986	- 7.338	- 13.364
2005	- 858	- 1.788	- 12.686	- 13.496

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, diversos.

Nos anos seguintes, continuou-se a verificar melhoras no saldo comercial refletindo o crescimento das exportações e um menor avanço das importações. Em 2001 o país já voltava a apresentar superávit comercial da ordem de US\$ 2,6 bilhões. No último ano de FHC, o saldo comercial se elevou para US\$ 13 bilhões, em decorrência de uma forte queda das importações, resultado do baixo crescimento econômico e da forte desvalorização cambial naquele ano, levando a uma queda significativa do déficit em transações correntes. Vale destacar que esse resultado em 2002 decorreu de uma estiagem no fluxo de capitais para o país.

Em relação à atividade econômica, o segundo mandato de FHC também apresentou baixas taxas de crescimento econômico, com uma média de 2,1% a.a. no período. Para o ano de 1999, as expectativas de crescimento não eram favoráveis, pelas seguintes razões: as incertezas associadas à mudança cambial e o efeito-riqueza que esta poderia gerar deveriam levar à queda do consumo e do investimento; a elevação da taxa de juros em 1998 (crise russa) e nos meses subsequentes à desvalorização também teria impactos contracionistas sobre a demanda, e o ajuste fiscal contracionista baseado no aumento de arrecadação também contribuiria nesse sentido.

Enfim, dever-se-ia esperar para 1999 uma forte contração da atividade econômica. O surpreendente foi que essa não se verificou, e o PIB apresentou um crescimento de 0,79% nesse ano. Alguns pontos podem explicar esse desempenho. O primeiro refere-se ao fraco desempenho da economia brasileira em 1998. O segundo refere-se ao fato de o governo ter concedido proteção ao setor privado, com o que não se verificou um efeito-riqueza significativo. Em terceiro lugar, verificou-se o início da substituição de importações em alguns segmentos, pela maior competitividade que a mudança cambial propiciou aos produtores domésticos. E, finalmente, deve-se destacar a possibilidade introduzida para uma queda mais rápida da taxa de juros.

Este quadro permitiria prever que o país, sem a trava cambial, poderia ter encontrado o caminho do crescimento possibilitado pelo **tripé de consistência macroeconômica: metas de inflação, câmbio flutuante e superávit primário**. Sem a valorização cambial, podiam ser esperadas melhoras no saldo comercial, como se verificou. A redução da taxa de juros, possibilitada por um melhor desempenho fiscal e sem risco cambial, induziria a retomada do investimento e o crescimento do emprego e da renda levariam à retomada do consumo. Vale notar a significativa redução da taxa de juros real no segundo mandato, em média, a taxa Selic deflacionada pelo IPCA situou-se em 10%

a.a., ou seja, metade da verificada no primeiro mandato, mas ainda assim, um patamar extremamente elevado e uma das maiores taxas do mundo.

O ano de 2000 caminhou neste sentido e o país apresentou a maior taxa de crescimento econômico do período (4,36% no ano), destacando-se o crescimento do PIB industrial (5,4%), que vinha apresentando um desempenho bastante fraco. A agropecuária, em termos setoriais, foi a que apresentou o melhor desempenho na média, durante o II FHC, favorecida com algumas políticas específicas, por exemplo, o Moderfrota, um programa de financiamento voltado para a renovação da frota agrícola, além de se beneficiar da taxa de câmbio e do crescimento econômico mundial a partir de 2001/02.

Em 2000, o crescimento foi impulsionado por todos os componentes de demanda: as exportações apresentaram elevado crescimento impulsionado pela taxa de câmbio; os investimentos cresceram de forma significativa, impulsionados pela queda das taxas de juros, e o consumo acompanhou o crescimento econômico. Assim, poder-se-ia esperar que a partir daí o país retomaria o crescimento econômico.

Entretanto, no ano seguinte, 2001, verificou-se uma profunda queda na taxa de crescimento, passando para 1,3% no ano. Dois fatos principais explicam esta piora no desempenho econômico: choque externo, com profundas pressões cambiais em função da crise Argentina e do ataque ao World Trade Center no segundo semestre, e a crise energética, com o racionamento de energia no país.

Tabela 18.10 PIB – Taxa de crescimento.

Período	1998	1999	2000	2001	2002
PIB	0,13	0,79	4,36	1,31	1,93
PIB – Agropecuária	1,27	8,33	2,15	5,76	5,54
PIB – Indústria	0,00	2000,00	4,36	2,15	4,81
PIB – Serviços	0,91	2,01	3,80	1,75	1,61
Consumo final	-0,05	0,27	3,24	0,63	0,05
Formação Bruta de Capital	-0,62	-7,58	9,98	-1,14	-4,27
Importações	-0,28	-15,45	11,63	1,21	-12,30
Exportações	3,71	9,25	10,59	11,24	7,90

Fonte: IBGE.

A crise Argentina fez com que ocorresse significativa saída de capital do Brasil, ocasionando forte desvalorização cambial. Apesar do efeito negativo da queda da atividade na Argentina, que foi se materializar principalmente em 2002, as exportações continuaram apresentando um ritmo acelerado de crescimento, devido à desvalorização cambial, e ao crescimento mundial, principalmente em 2002.

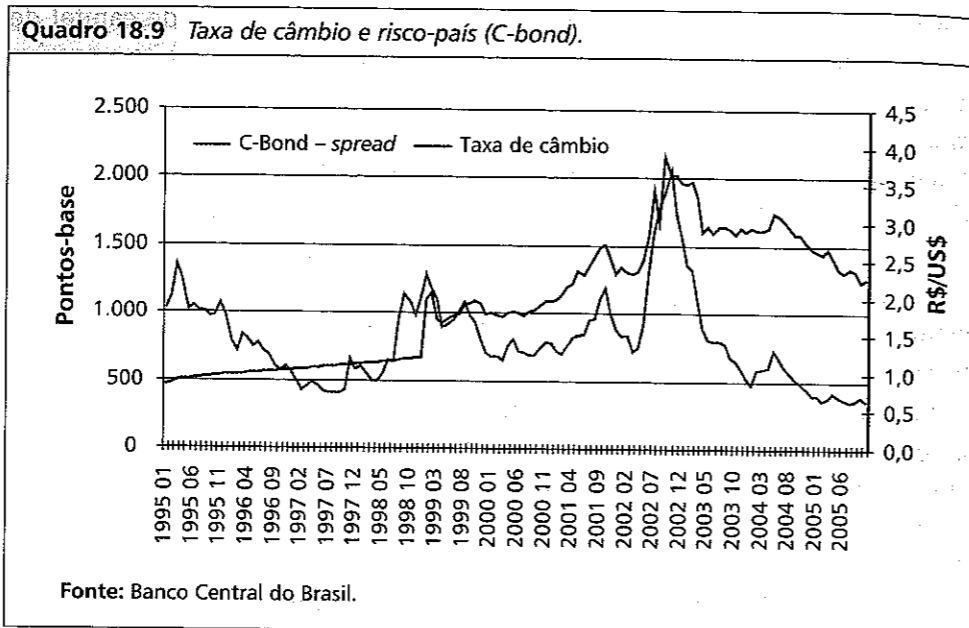
Entretanto, com as pressões inflacionárias decorrentes da desvalorização cambial, o Banco Central interrompeu o processo de queda da taxa de juros, passando a elevá-la. Esta decisão foi um dos fatores a explicar a retração do investimento neste ano.

O outro choque refere-se à **crise energética**, que, quer por problemas climáticos, quer por falta de investimentos na expansão da capacidade produtiva e de transmissão de energia, acabou levando à retração do consumo e, principalmente, do investimento. O choque energético também significava pressões de custos e inflacionárias.

Com este quadro, abortou-se a promessa de crescimento. As pressões cambiais, a elevação da taxa de juros e o baixo crescimento acabaram fazendo com que a dívida pública se elevasse em 2001, apesar do superávit primário gerado por uma elevada carga tributária com impostos de baixa qualidade.

O baixo crescimento econômico levou à elevação do desemprego, e foi neste quadro que o país caminhou para o último ano de mandato do presidente Fernando Henrique e para a disputa eleitoral: pressões inflacionárias, baixa taxa de crescimento econômico, taxa de desemprego em elevação e dívida pública crescendo.

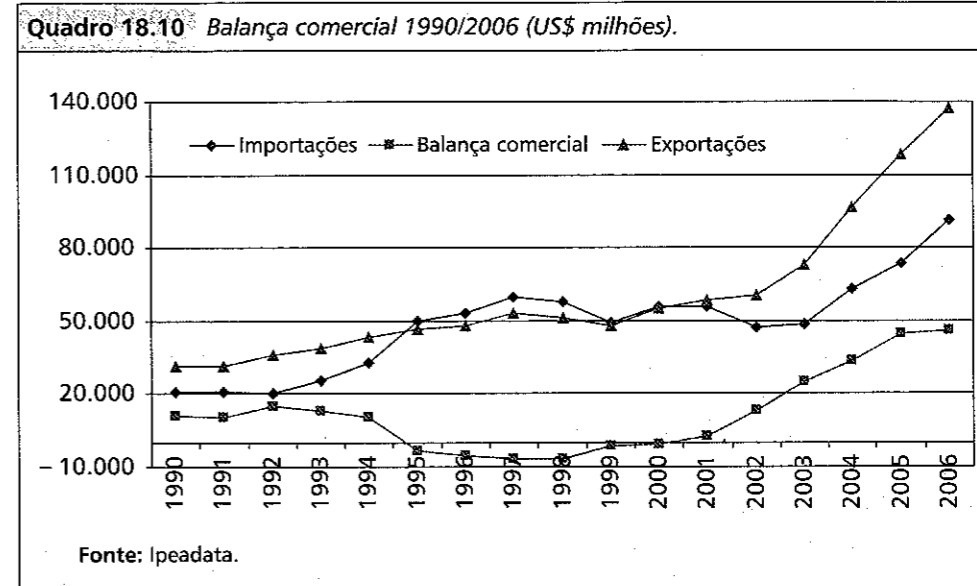
Este último ponto assumiu crucial importância em 2002. A constatação da fragilidade do ajuste fiscal realizado nos últimos anos, em um contexto de forte questionamento do tipo de modelo econômico que sacrificava o crescimento econômico e o emprego, durante o processo eleitoral liderado por um partido que historicamente questionava o ajuste fiscal, o cumprimento dos contratos e as elevadas taxas de juros, fez com que o risco-país, em especial dos títulos públicos, sofresse fortes elevações (Quadro 18.9). Este quadro, dada a fragilidade do mercado financeiro brasileiro, totalmente concentrado em títulos públicos, provocou tanto uma fuga de capitais com fortes pressões cambiais, como uma deterioração do perfil da dívida pública, que passou a apresentar menores prazos e maior vinculação à taxa de câmbio e à taxa *over*.



As pressões cambiais geravam pressões inflacionárias, que eram acompanhadas por elevações nas taxas de juros e maior elevação da dívida pública, dado o perfil da dívida. Isso, por sua vez, elevava o risco-país, geravam-se maiores pressões cambiais e inflacionárias. Configurou-se uma situação em que a elevação da taxa de juros para combater a inflação gerava o seu oposto, ou seja, novas pressões inflacionárias. Essa situação foi chamada na literatura como **dominância fiscal**.²¹

Nesse contexto de profunda instabilidade, o investimento se retraiu ainda mais e o crescimento econômico se manteve extremamente baixo. Talvez o único efeito positivo do último ano do presidente Fernando Henrique Cardoso foi a forte elevação do superávit comercial, em função da forte desvalorização real da taxa de câmbio provocada pela desvalorização do câmbio nominal e da significativa melhora do saldo em transações correntes (Quadro 18.10).

²¹ A este respeito ver BLANCHARD, O. *Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from Brazil*. NBER working paper 10389, Cambridge, 2004.



Em termos de inflação, verificamos na Tabela 18.5 que após a elevação da inflação em 1999, esta voltou a se reduzir em 2000. Como destacamos, a não-explosão da inflação em 1999 reflete o acerto da condução da política monetária. Nesses dois primeiros anos o Banco Central cumpriu as metas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional para aqueles anos. Vale notar que o ano de 2000, além da redução das taxas de inflação, foi o de maior crescimento econômico no segundo mandato de FHC. Já nos dois anos seguintes as metas não foram cumpridas e a inflação se acelerou, apesar das elevações da taxa de juros e da retração do crescimento econômico, o que decorreu da presença de choques externos significativos na economia. Enquanto as metas para o IPCA eram de 4,0% e 3,5% para os anos de 2001 e 2002, os valores efetivos foram de 7,67% e 12,53%, respectivamente.

Assim, apesar da recuperação do setor externo e de não dispor mais da trava cambial do primeiro mandato, o país não conseguiu apresentar um bom desempenho em termos de crescimento econômico no segundo mandato de FHC. Mesmo apresentando um elevado superávit primário, a dívida pública continuou crescendo e o perfil desta foi piorando ao longo do segundo mandato, sendo esse inclusive o determinante de sua expansão em função dos ajustes patrimoniais. Apesar de se ter uma política monetária comprometida com a estabilidade de preços, o mandato de Fernando Henrique se encerrou com a

inflação em profunda aceleração. Mesmo adotando o tripé que é considerado o mais adequado em termos de política econômica – metas de inflação, superávit primário e taxa de câmbio flutuante.

É nesse quadro de instabilidade econômica que se fez a transição do Governo FHC para o Governo Lula.

18.3 Governo Lula

Como destacado na seção anterior, o governo FHC terminou com um quadro de profunda instabilidade econômica: pressões cambiais e aceleração inflacionária. Apesar da melhora fiscal do último mandato, com superávits primários crescentes, a dívida pública atingiu patamares recordes, na faixa de 60% do PIB. Esse volume de endividamento, combinado com as incertezas em relação ao governo seguinte, gerou uma situação de inoperância do sistema de metas inflacionárias em conjunto com câmbio flutuante. As elevações da taxa de juros para combater as pressões inflacionárias ampliavam a incerteza em relação a sustentabilidade da dívida pública, o que pressionava a taxa de câmbio e gerava novas pressões inflacionárias.

Essa situação fez com que ao longo do último ano do governo FHC assistiu-se à elevação da inflação, a um significativo aumento da dívida pública, em função do seu perfil (prazos, modalidades e tipos de indexadores) e ao baixo crescimento econômico com elevação do desemprego. Vale destacar que durante os 8 anos de FHC a média de crescimento foi extremamente baixa, situando-se ligeiramente acima dos 2% a.a., sendo que no último mandato, apesar da melhora fiscal e do setor externo, verificou-se um crescimento inferior ao primeiro mandato, 2,1% frente a 2,5% a.a. Assim, uma série de demandas se colocava para o novo governo: estabilizar a economia, aprofundar o ajuste fiscal e reverter a tendência de crescimento da dívida pública e a situação de dominância fiscal, garantir a preservação dos superávits comerciais e buscar o crescimento econômico.

O bom desempenho do setor externo em 2002 pode ser considerado o único indicador favorável no ano, e este se deu em função de uma queda significativa das importações devido a forte desvalorização cambial e ao baixo crescimento econômico.

Grande parte da instabilidade ocorrida no país em 2002 decorreu do conjunto de fragilidades existentes na economia brasileira e dos desafios que se colocariam para o novo governo, combinados com desconfianças relacionadas

a eventual postura que assumiria o partido vitorioso nas eleições, o Partido dos Trabalhadores (PT). Historicamente, as políticas defendidas pelos seus membros eram: redução do superávit primário, redução das despesas com juros – seja com queda acelerada dos juros, seja com renegociação da dívida –, repulsa ao acordo com o FMI, críticas ao regime de metas de inflação, questionamento da privatização e do papel das agências reguladoras, entre outros aspectos que colocavam em dúvida o compromisso do novo governo com a estabilidade e geravam incertezas em relação a preservação dos contratos. Essas dúvidas colaboraram para a “crise eleitoral” e a instabilidade de 2002.

Assim, a primeira tarefa para o Partido dos Trabalhadores, tendo em vista a ampla possibilidade de vitória, que se materializou em 2002, era conquistar a credibilidade, já durante a campanha, para viabilizar a eleição e garantir a governabilidade do país. Com isso, ao longo do ano de 2002 observou-se uma mudança significativa do discurso do partido, em que teve papel central a indicação de Antonio Palocci como coordenador do programa de governo de Lula. A sua experiência administrativa como prefeito de Ribeirão Preto fora marcada por uma forte aproximação com o setor privado, liderando, inclusive, uma das primeiras experiências de privatização no setor de saneamento básico no país, em sua primeira gestão como prefeito. Além do pragmatismo de Palocci, uma questão favorável a ele nesse momento era o fato de não ser uma pessoa expressiva no PT em relação a assuntos econômicos, não recaindo sobre ele opiniões que colocassem em dúvida a preservação do ajustamento e a defesa da estabilidade. Com isso, durante a campanha Palocci foi transmitindo junto aos principais segmentos da economia brasileira a idéia da manutenção da estabilidade, da defesa dos contratos, da preservação do ajuste fiscal e da garantia de pagamento das dívidas, enfim, a ausência de mudanças significativas em relação ao governo anterior. Essa mudança do PT pode ser vista no documento “Carta ao Povo Brasileiro”, lançado em junho de 2002.

Após a vitória eleitoral, a indicação de Palocci como Ministro da Fazenda sinalizou o compromisso do novo governo com a nova postura anunciada ao longo da campanha. Para tal, alguns fatos relevantes foram: o compromisso do novo governo em respeitar o acordo com o FMI e sua renovação, a preservação da diretoria do Banco Central, alterando-se apenas o seu presidente, passando de Armínio Fraga para Henrique Meirelles, um nome fortemente ligado ao sistema financeiro, a escolha de uma equipe econômica fortemente comprometida com a defesa da estabilidade e do ajuste fiscal. Enfim, a nomeação de Palocci e a definição da equipe econômica, tanto no Ministério da Fazenda como no Banco Central, eram claras sinalizações de que as velhas idéias do PT para a

política econômica não teriam espaço nesse governo e se daria a continuidade do governo anterior.

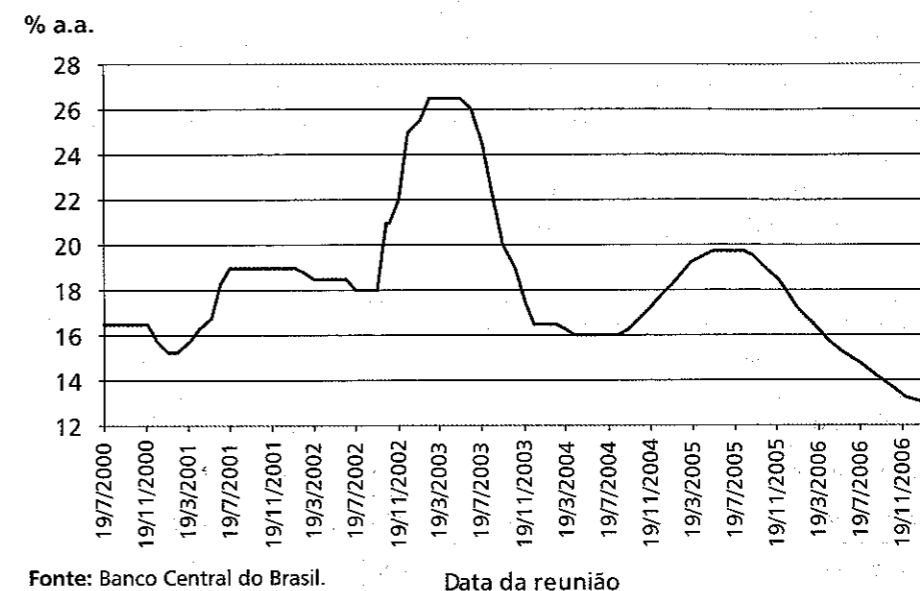
O primeiro desafio do novo governo seria reverter a profunda instabilidade de 2002 com elevação contínua do risco-país, as pressões cambiais e inflacionárias daí decorrentes. Como destacamos, a situação vivida pelo país era a chamada dominância fiscal, em que elevações de taxa de juros para reduzir as pressões inflacionárias ampliavam as dúvidas em relação à sustentabilidade fiscal, ampliando o risco-país, pressionando o câmbio, gerando novas pressões inflacionárias, e assim por adiante. A situação básica era a seguinte: para aquele nível de taxa de juros, crescimento econômico e montante de dívida, o superávit primário prometido pelo governo era insuficiente para estabilizar a dívida. Assim, a reversão da situação passaria por uma sinalização do novo governo de que este geraria um superávit primário superior aos 3,75% do PIB do governo FHC, em nível suficiente para estabilizar e reverter a tendência de crescimento da dívida pública. Além disso, o PT deveria sinalizar o seu compromisso com a estabilidade de preços e com o regime de metas inflacionárias rompendo o seu discurso contra elevações da taxa de juros. Assim, caberiam como primeiras medidas: sinalizar a ampliação do ajuste fiscal, rompendo com as idéias anteriores de redução do superávit primário, e comprometer-se com menores taxas de inflação no futuro, evitando-se o estouro das expectativas inflacionárias.

Após a nomeação de uma equipe econômica não identificada com o partido, as primeiras medidas foram no sentido de mostrar o compromisso do governo com o ajustamento fiscal e com a estabilidade. Nesse sentido, temos: (i) elevação da meta de superávit primário para 4,25% do PIB não só para 2003, mas também para os quatro anos de governo, constando na LDO (Lei de Diretrizes Orçamentárias) essa meta; (ii) continuidade do processo de elevações da taxa de juros, iniciado no final da gestão FHC, nas primeiras reuniões do COPOM, inclusive com a introdução do chamado viés de alta na primeira reunião, sinalizando a disposição do governo em atingir a estabilização, para a qual anunciou a meta de 8,5% de inflação para 2003 e 5,5% para 2004.

Vale destacar que a reversão do quadro de instabilidade se deu mesmo antes do anúncio das medidas fiscais e das elevações de juros. A simples garantia da preservação da política econômica do último mandato de FHC, sinalizada antes mesmo da posse com a aprovação por parte do governo da renovação do acordo com o FMI, fez com que já no final de 2002 se iniciasse um processo de redução do risco-país e da taxa de câmbio, como pode ser visto no Quadro 18.9, sendo que esse processo acelerou-se ao longo de 2003 conforme se con-

firmavam a mudança de postura do novo governo e a preservação da política seguida no segundo mandato de FHC por Pedro Malan.

Quadro 18.11 Evolução da Meta Selic anunciada pelo Copom (2000-2006).



Fonte: Banco Central do Brasil.

Data da reunião

A valorização cambial, principalmente, combinada com a forte contenção da demanda, elevação da taxa de juros e elevação do superávit primário, explicam a reversão da tendência de aceleração inflacionária de 2002 em 2003, já no início do ano. A conquista da estabilização foi a principal preocupação do governo em seu primeiro ano de mandato e seguiu-se nos anos seguintes, com o comportamento da taxa de câmbio e da inflação determinando o comportamento da política monetária, conforme o regime de metas inflacionárias, e influenciando diretamente no comportamento do produto.

O bom desempenho do setor externo com o crescimento contínuo das exportações colaborava para diminuir o impacto recessivo das políticas adotadas e para estimular o crescimento no momento posterior. O bom desempenho das exportações decorre de um conjunto de fatores: forte elevação do preço das *commodities*, crescimento econômico mundial, impacto positivo da desvalorização real do câmbio, em especial como resquício de 2002, e medidas voltadas para desoneração tributária do setor exportador. Com isso manteve-se

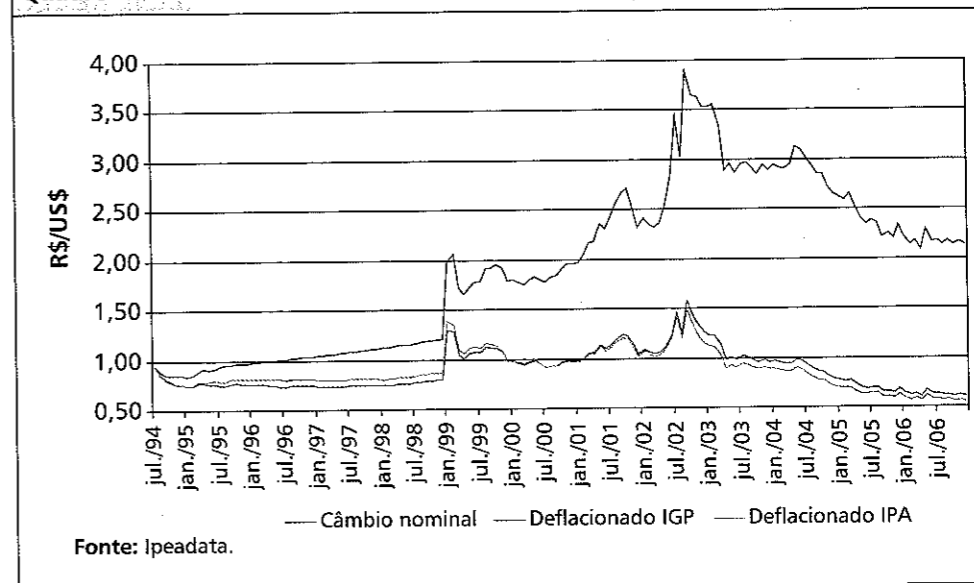
a tendência de elevação do superávit comercial e se possibilitou a emergência do superávit em transações correntes em 2003. As exportações sofreram forte elevação ao longo de todo o primeiro mandato, aproximando-se da casa dos US\$ 100 bilhões em 2004 e continuando a se elevar atingindo US\$ 137 bilhões em 2006. O crescimento acumulado ao longo desse período foi superior a 130%. Já as importações ficaram estagnadas em 2003, passando a crescer a partir de então, com destaque para o ano de 2006, já refletindo o impacto da valorização real da taxa de câmbio. No período como um todo as importações passaram de um valor de US\$ 47 bilhões em 2002 para aproximadamente US\$ 92 bilhões em 2006, ou seja, praticamente dobraram no período. Esse comportamento resultou em saldos comerciais recordes e crescentes ao longo desse período, atingindo o valor de US\$ 46 bilhões em 2006.

Tabela 18.11 Balanço de pagamentos Brasil – itens selecionados: 2002-2006 (US\$ milhões).

Discriminação	2002	2003	2004	2005	2006
Balança Comercial	13.121	24.794	33.641	44.748	46.074
Exportações	60.362	73.084	96.475	118.308	137.470
Importações	47.240	48.290	62.835	73.560	91.396
Balança de Serviços e Rendas	- 23.148	- 23.483	- 25.198	- 34.113	- 36.852
Serviços	- 4.957	- 4.931	- 4.678	- 8.146	- 9.408
Rendas	- 18.191	- 18.552	- 20.520	- 25.967	- 27.444
Saldo em Transações Correntes	- 7.637	4.177	11.679	14.193	13.528
Conta Capital e Financeira	8.004	5.111	- 7.523	- 9.593	17.277
Investimentos Diretos	14.108	9.894	8.339	12.550	- 8.469
Investimentos em Carteira	- 5.119	5.308	- 4.750	4.885	8.622
Derivativos	- 356,2	- 151,0	- 677,4	- 40,0	383,2
Outros investimentos	- 1.062	- 10.438	- 10.806	- 27.650	15.872
Resultado do BP	302	8.496	2.244	4.319	30.569
Reservas Internacionais	37.823	49.296	52.935	53.799	85.839

Fonte: Banco Central.

Quadro 18.12 Taxa de câmbio nominal e deflacionada, jul./94 a dez./06.



Esse desempenho está fortemente relacionado ao forte crescimento da economia mundial e seu impacto sobre o preço das *commodities* e ao fraco crescimento da economia brasileira também nesse período. Os elevados superávits comerciais ampliavam o superávit em transações correntes e levavam à redução do passivo externo do país; assim, analisando-se os principais indicadores sobre a situação externa do país – transações correntes/PIB, Dívida Externa/Exportações e Reservas Internacionais –, percebe-se uma melhora significativa em todos eles, colaborando para a redução do risco-país e a valorização cambial.

Em relação à situação fiscal, também se observa uma melhora em relação ao governo anterior. Como destacamos, a primeira medida do governo foi a elevação da meta de superávit primário para 4,25% do PIB. Nos três primeiros anos do 1º governo verifica-se não só o cumprimento da meta, como também um aumento contínuo do superávit, que se reduziu apenas no último ano do 1º governo, mas ainda assim cumprindo a meta. Ao longo dos quatro anos o superávit primário situou-se na faixa dos 4 a 5% do PIB, um ponto percentual acima do que o verificado no governo anterior. Esse aumento do superávit primário, combinado com a valorização cambial, contribuiu para que a Dívida Líquida do Setor Público em relação ao PIB começasse a se reduzir a partir de 2004, com uma queda significativa nesse ano e uma estabilidade com ligeira tendência de queda nos anos seguintes.

Quadro 18.13 Transações correntes (% PIB) e participação da dívida externa líquida nas exportações.

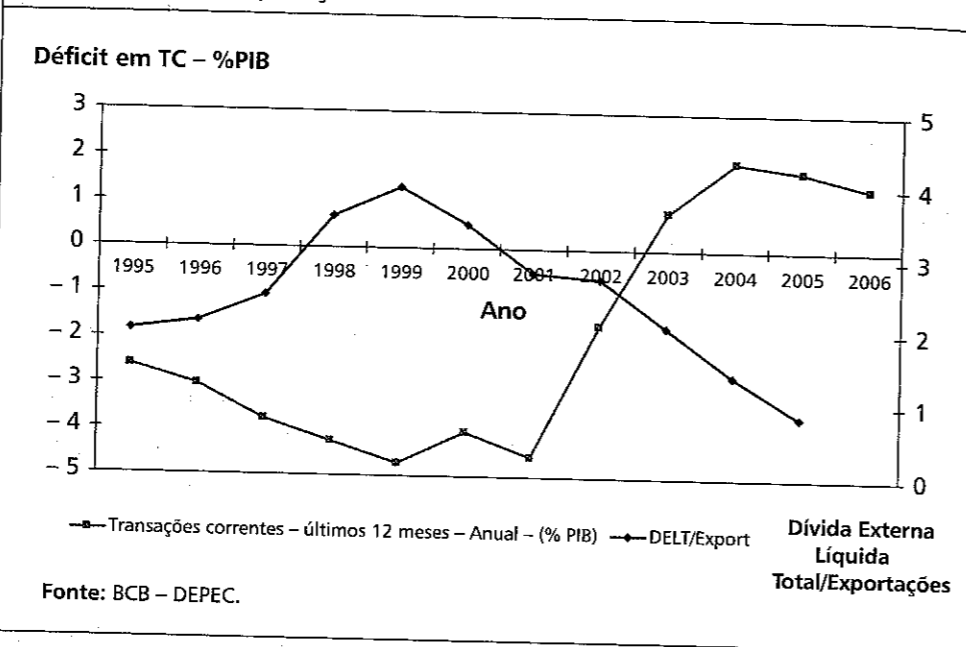


Tabela 18.12 Finanças públicas. Final de período (2002-2006).

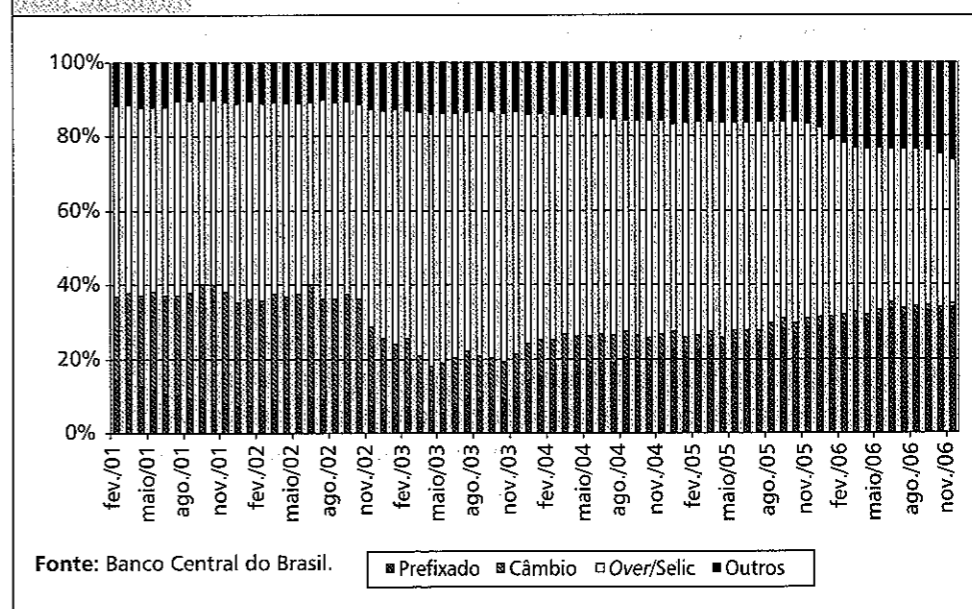
	2002	2003	2004	2005	2006
NFSP Nominal (% PIB)	10,24	3,74	2,48	3,05	nd
NFSP Primário (% PIB)	- 4,01	- 4,38	- 4,64	- 4,82	nd
NFSP Juros Reais (% PIB)	4,40	5,30	2,57	7,29	nd
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)	55,50	57,18	51,67	51,49	49,97
Dívida por indexador - % no total da dívida					
Over/Selic	55,20	46,60	49,50	52,10	nd
Câmbio	20,30	20,50	4,90	2,60	nd
Prefixado	2,00	11,60	19,00	27,20	nd

nd: dado não disponível.
Fonte: Conjuntura Econômica, jan. 2007.

Apesar da melhora dos indicadores fiscais, deve-se destacar que esse resultado foi obtido novamente com elevação da carga tributária, que se encontra na faixa dos 38% do PIB, mantendo-se a tendência de elevação do gasto público, com destaque para os elevados gastos com juros, mas também a forte elevação dos déficits previdenciários e o crescimento dos gastos assistenciais, por exemplo, o programa Bolsa-Família, importante instrumento de redução da pobreza e distribuição de renda. A poupança pública permaneceu negativa e os gastos com investimento bastante reduzidos.

Outro aspecto importante em relação ao desempenho fiscal do governo Lula foi a significativa melhora do perfil da dívida pública, com a quase eliminação dos títulos atrelados ao dólar, uma significativa redução dos títulos atrelados a Selic, em especial ao longo de 2006, e um aumento da participação dos prefixados e dos títulos indexados pelos índices de preços. Essa mudança de perfil da dívida diminui o risco de fortes ajustes patrimoniais em função da elevação da Selic ou de desvalorização da moeda, como ocorrido em 2002.

Quadro 18.14 Índice de correção títulos públicos federais, por indexador, fev./01 a nov./06.



A combinação da melhora dos indicadores fiscais – aumento do superávit primário e tendência de queda da dívida do setor público – e melhora dos indicadores externos – Dívida Externa/exportações, saldo em transações correntes/PIB –, entre outros fatores, levaram a uma queda contínua do risco-país e a valorização cambial ao longo de todo o mandato de Lula, com ligeiros períodos de instabilidade. A valorização cambial foi a principal responsável pela estabilização, que foi possibilitando a redução da taxa de juros a partir de meados de 2003. O comportamento da taxa de juros ao longo do primeiro mandato foi ditado pelo comportamento da inflação, como pode ser visto pela forte elevação no início de 2003, seguida de uma ampla redução conforme a inflação foi se reduzindo, voltando a se elevar no segundo semestre de 2004 em função de pressões inflacionárias, reduzindo-se de forma contínua a partir do segundo semestre de 2005. Ao final do primeiro mandato do governo Lula, a taxa Selic atingiu seu menor patamar desde o lançamento do Plano Real (Quadro 18.11).

Em termos reais, a taxa de juros situou-se na faixa dos 11% a.a. no primeiro mandato do governo Lula, ou seja, patamar semelhante ao do segundo mandato de FHC e mantendo a taxa de juros real brasileira como uma das maiores do mundo. Esse elevado patamar de taxa de juros em um contexto extremamente favorável ao país, com a significativa redução do risco país, contribuiu para uma maior atração de capital estrangeiro e maiores pressões para a valorização cambial, apesar das constantes intervenções do Banco Central, com sua política de acumular reservas a partir de 2004. A compra de moeda estrangeira pelo Bacen levou o nível de reservas internacionais do país a um patamar próximo a US\$ 90 bilhões ao final do primeiro mandato de Lula.

A valorização cambial e a preservação da política monetária voltada para a estabilização garantiram a queda das taxas de inflação ao longo do governo Lula. As metas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional para o período foram: 8,5%, 5,5%, 4,5 e 4,5% respectivamente para 2003, 2004, 2005 e 2006. Ao longo de todo o mandato foram cumpridas as metas, dentro do intervalo de tolerância, com uma tendência contínua de queda. Vale notar que em 2006 a taxa de inflação ficou abaixo da meta. A Tabela 18.12 apresenta os valores do IPCA para o período, onde se observa que no último ano seu valor ficou abaixo da meta.

Tabela 18.13 Índices de preço no Governo Lula (2002-2006).

	2002	2003	2004	2005	2006
Meta de inflação (% a.a.)	3,50	4,00	5,50	4,50	4,50
IPCA (% a.a.)	12,53	9,30	7,60	5,69	3,14
IPCA – Preços Livres (% a.a.)	10,96	7,54	6,35	4,25	2,55
IPCA – Preços Monitorados (% a.a.)	14,43	12,55	9,77	8,64	4,20
IGP-DI (% a.a.)	26,41	7,66	12,13	1,23	3,80
IPA-DI (% a.a.)	35,41	6,27	14,68	-0,96	4,32
Taxa de câmbio média (R\$/US\$)*	2,920	3,077	2,925	2,434	2,175
Taxa de câmbio final de período (R\$/US\$)*	3,533	2,888	2,654	2,340	2,137

* Taxa de câmbio comercial – compra.
Fontes: Ipeadata; Banco Central do Brasil.

Um ponto a ser destacado na Tabela 18.12 é o comportamento desmembrado do IPCA em preços livres e preços administrados. Este segundo grupo refere-se a um conjunto de bens que apresentam algum tipo de controle ou são regidos por contratos, destacando-se neste grupo os combustíveis, a energia elétrica, as telecomunicações, os serviços de transporte, os pedágios, entre outros. Vários desses preços são regidos por contratos com cláusulas de indexação, definidos no momento de sua privatização; em geral, o índice utilizado é o IGP-DI, que é composto majoritariamente pelo IPA (Índice de Preços ao Atacado), fortemente influenciado pelo comportamento da taxa de câmbio. Com isso, ao longo de todo o segundo mandato de FHC, os preços administrados tiveram uma variação significativamente maior do que os livres.

A forte aceleração do IGP-DI em 2002 fez com que grande parte da meta de inflação para 2003 já nascesse comprometida em função dos preços administrados, o que impôs um forte controle nos chamados preços livres, mostrando a dificuldade inicial de se conseguir a estabilização, após a ocorrência de choques, na presença de um amplo conjunto de preços indexados. Conforme foi se consolidando a estabilização e verificando-se a valorização cambial, o IGP foi se reduzindo, situando-se em 1,2% no ano em 2005, fazendo com que em 2006 se verificasse uma maior aproximação entre a variação dos preços monitorados e livres.

Em relação ao crescimento econômico, manteve-se um desempenho extremamente fraco, apesar da melhora dos indicadores externos, indicadores fiscais, queda do risco-país e estabilização. A taxa média de crescimento do governo Lula situou-se ligeiramente acima da taxa média do governo FHC, 2,6% a.a. contra 2,1% (no segundo mandato de FHC), ou 2,3% nos dois mandatos. Mas, se confrontarmos esse desempenho com as taxas de crescimento mundial, verificamos que este foi ligeiramente pior, situando-se em média 45% abaixo do crescimento mundial, enquanto no II FHC o Brasil ficou 40% abaixo do crescimento mundial.

Tabela 18.14 Evolução do PIB: Brasil x Mundo.

	Mundo	Brasil	Brasil/Mundo
1961/2006	3,83	4,48	17,04%
anos 60	4,88	5,76	18,00%
anos 70	3,93	8,79	123,65%
anos 80	3,16	3,02	- 4,37%
anos 90	3,15	1,80	- 42,90%
95/98	3,68	2,57	- 30,03%
99/02	3,50	2,10	- 40,10%
2003/06	4,85	2,62	- 45,92%

Em termos anuais, verifica-se um crescimento praticamente nulo em 2003, o que é compatível com o esforço de estabilização realizado, uma significativa elevação do crescimento em 2004, atingindo a maior taxa do primeiro mandato, 4,9%, e redução nos dois anos seguintes para a faixa dos 2 – 3% a.a. O bom desempenho de 2004 deu-se pelo forte crescimento das exportações e seu efeito interno e pela elevação do consumo impulsionado pelo crédito. Apesar do aumento da formação bruta de capital, o baixo investimento nos períodos anteriores, fez com que a retomada do crescimento de 2004 logo esbarrasse em limites da capacidade produtiva, gerando pressões inflacionárias e fazendo com que o Banco Central utilizasse a política monetária para reverter esse processo. No ano seguinte, apesar das exportações continuarem crescendo, o fraco desempenho do investimento e, em menor grau, do consumo, segurou o crescimento do PIB. Em 2006, apesar de um maior crescimento do consumo

e do investimento, o menor dinamismo das exportações e um aumento significativo das importações limitaram a expansão do produto.

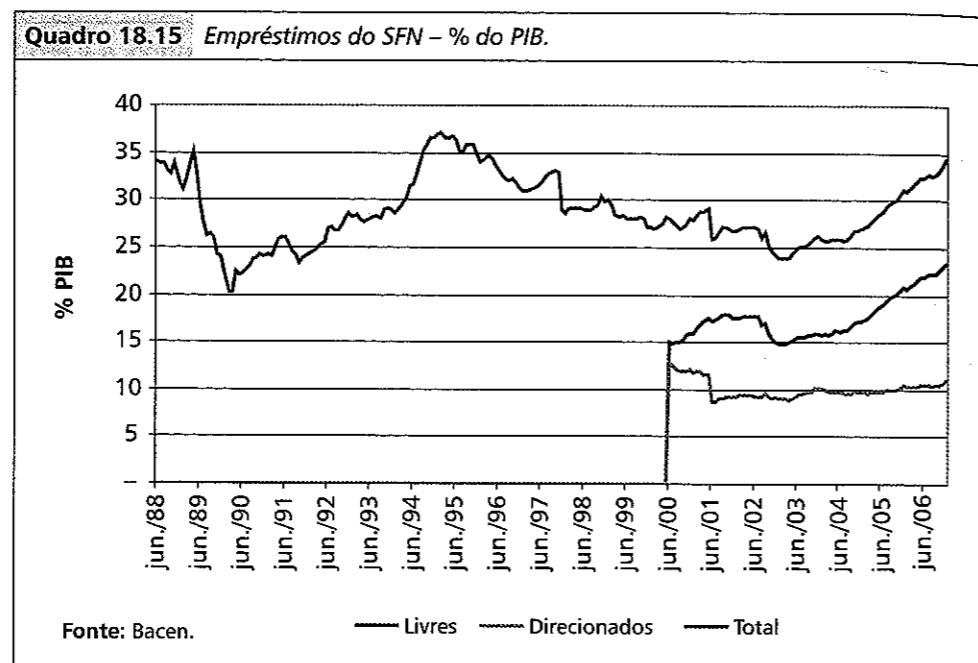
Tabela 18.15 Crescimento econômico: taxas de crescimento (% a.a.).

	2002	2003	2004	2005	2006
PIB Brasil	1,93	0,54	4,94	2,28	2,86
PIB Indústria	2,57	0,07	6,18	2,52	2,96
PIB Agropecuária	5,54	4,49	5,29	0,77	3,22
PIB Serviços	1,61	0,61	3,32	2,03	2,36
Consumo das famílias	- 0,37	- 1,47	4,06	3,14	3,77
Consumo da Administração Pública	1,36	1,31	0,12	1,56	2,07
Formação bruta de capital fixo	- 4,16	- 5,13	10,92	1,61	6,26
Exportações	7,9	8,95	17,99	11,62	5,05
Importações	- 12,3	- 1,68	14,33	9,45	18,06

Fonte: Ipeadata.

A expansão do consumo das famílias no governo Lula, apesar do fraco crescimento do produto, pode ser explicada por dois motivos: uma forte expansão das transferências às pessoas por meio dos programas assistenciais e uma forte expansão do crédito para pessoa física devido à estabilidade da economia e uma série de medidas voltadas para o melhor desempenho do sistema de crédito, principalmente em termos de acesso às pessoas de menor renda. Entre as medidas adotadas vale destacar aquelas voltadas à bancarização da população de baixa renda com a introdução da idéia de Banco Popular, políticas voltadas para o microcrédito e incentivo às cooperativas de crédito; e medidas voltadas para a redução de risco, destacando-se o crédito consignado, que possibilita o desconto do pagamento da dívida diretamente da folha de pagamento (salário/aposentadoria). Uma reforma importante para o funcionamento do sistema financeiro foi a aprovação da nova Lei de Falências, que amplia o direito dos credores, reduzindo o risco do financiamento empresarial. Este conjunto de medidas levou a uma grande ampliação do crédito no país, mas este ainda se situa em patamares reduzidos quando comparados com outros países. Observa-se no Quadro 18.13 que os empréstimos do Sistema Financeiro Nacional

saltaram de um patamar inferior a 25% do PIB em 2002 para um valor próximo a 35% do PIB em 2006, destacando-se os créditos com recursos livres.



O fraco desempenho do país em termos de crescimento econômico poderia ser atribuído ao foco excessivo da política monetária na estabilização e ao elevado patamar da taxa de juros. Sempre que o país retoma o crescimento esbarra em pressões inflacionárias que levam à elevação da taxa de juros e reversão do crescimento. Mas, como já discutimos anteriormente, o crescimento de longo prazo da economia depende da expansão do produto potencial, que está relacionada à acumulação de capital (taxa de investimento) e ao aumento da produtividade. Assim, a questão é saber as razões da baixa expansão do produto potencial, isto é, identificar os fatores que impedem a retomada do investimento, mantendo-o em baixos patamares em relação ao PIB, e o que tem limitado o crescimento da produtividade.

A elevada taxa de juros vigente no país com certeza é uma das dificuldades, mas, se compararmos o primeiro mandato de FHC com o primeiro mandato de Lula, percebe-se que a taxa real de juros foi reduzida a metade, mas, ainda assim, preserva-se o baixo investimento. Outro ponto que poderia ser destacado é a volatilidade do crescimento e da taxa de juros. A incerteza dos empresários

em relação à sustentabilidade dos momentos de expansão econômica faz com que os mesmos simplesmente ajustem suas decisões de produção, frente às alterações na demanda, sem alterar a capacidade produtiva, isto é sem realizar os investimentos para a expansão da capacidade instalada. Com isso, o crescimento da demanda acaba esbarrando em limites de capacidade, gerando as pressões inflacionárias.

Mas, além desses aspectos relacionados à questão da estabilização, alguns fatores estruturais concorrem para explicar a baixa taxa de investimento: elevada carga tributária, baixa poupança pública e forte redução do investimento público em setores prioritários, incerteza regulatória, entre outros problemas. A elevação da carga tributária, que aumentou mais de doze pontos percentuais em relação ao PIB entre 1994 e 2006, reduziu de forma significativa a capacidade de poupança e investimento do setor privado. Os gastos correntes do governo sofreram uma forte elevação no período em todos os seus componentes: despesas financeiras, gastos com a previdência e assistência social, despesas com pessoal, entre outros. Este crescimento decorre de vários fatores: elevada taxa de juros; problemas do sistema previdenciário associados ao envelhecimento populacional, a informalidade do mercado de trabalho, problemas administrativos, vinculação dos benefícios ao salário mínimo, entre outros; sistema de vinculações de receita que impedem a redução dos gastos, como, por exemplo, para a educação e a saúde, entre outros aspectos. Com isso, apesar do aumento da carga tributária ao longo do tempo, a poupança pública permaneceu baixa, assim como o investimento público, que foi o único componente de despesa que se reduziu nos últimos anos.

A retração do investimento público tem levado a um conjunto de pontos de estrangulamento nos setores de infra-estrutura, como, por exemplo, geração e transmissão de energia, problemas portuários, inadequação das rodovias, déficit de saneamento básico, problemas de transporte urbano, entre outros. Em vários desses setores, o setor privado acaba não ocupando o espaço deixado pelo setor público pela presença de indefinições regulatórias. A ausência ou baixa qualidade da infra-estrutura acaba limitando os investimentos do setor privado, além de ampliar o custo produtivo no Brasil. A retomada dos investimentos em infra-estrutura constitui-se hoje um dos principais requisitos para a retomada do crescimento no país, possibilitando o aumento dos investimentos privados e os ganhos de produtividade.

Assim, analisando-se o primeiro mandato do governo Lula pode-se concluir que o país consolidou seu processo de estabilização. O teste associado à mudança de governo, passagem do governo FHC para um partido de esquerda, foi

vencido com sucesso. Pode-se dizer que se consolidou o fim do inflacionismo no país. Além disso, várias melhoras foram obtidas em relação ao desempenho fiscal e externo. Os elevados superávits primários possibilitaram a reversão do processo de crescimento do endividamento público, que entrou em trajetória de queda, os superávits comerciais crescentes possibilitaram superávits em transações correntes e redução do endividamento externo. Esses dois aspectos resultaram em queda contínua do risco-país. Enfim, pode-se dizer que este governo conseguiu romper os temores relacionados com a estabilização e possibilitou a melhora dos indicadores de solvência do governo e do país. Mas, apesar deste desempenho favorável, manteve a trajetória de baixo crescimento econômico do país. A taxa média de crescimento permaneceu abaixo dos 3% a.a., bastante abaixo do crescimento mundial e, em especial, de outras economias emergentes. Assim, a questão central para o país é como retomar o crescimento, como ampliar o investimento e recolocar o país em um processo de expansão contínua do produto.

Conclusão

Após o primeiro choque do petróleo em 1973, a inflação brasileira assumiu uma trajetória ascendente, atingindo patamares hiperinflacionários em determinados momentos. Ao longo dos anos 80 e 90, vários planos econômicos foram lançados para tentar combater a inflação, mas sem sucesso. A estabilização só seria atingida após o Plano Real em 1994. Ao longo desse período, a partir do segundo choque do petróleo em 1979 e da crise da dívida externa no início dos anos 80, o país praticamente parou de crescer. Alguns associavam o baixo crescimento econômico ao quadro de instabilidade inflacionária, mas, mesmo após a estabilização, o país continuou a apresentar baixas taxas de crescimento.

Desde o Plano Real o país teve três mandatos presidenciais, dois com Fernando Henrique Cardoso (1995-2002) e um com Luis Inácio Lula da Silva (2003-2006), iniciando-se agora o seu segundo mandato. O esforço básico em todo esse período foi a manutenção da estabilidade. O país passou por vários choques externos, passou por crises cambiais e mudanças de governo que colocavam em risco a estabilização, mas que foram superados, sinalizando a irreversibilidade desse processo. Mas, não conseguiu, nesse período, preparar o terreno para o crescimento econômico.

Os dois mandatos de Fernando Henrique Cardoso apresentaram uma série de diferenças em relação à condução da política macroeconômica. O primeiro

mandato, com o objetivo principal de garantir a estabilização da economia, no que foi bem-sucedido, centrou-se na valorização cambial, que acabou provocando um profundo desequilíbrio externo. Paralelamente, assistiu-se a uma profunda deterioração das contas públicas. A manutenção da valorização cambial acabou levando a baixas taxas de crescimento econômico pela necessidade de se manterem elevadas taxas de juros para atrair o capital estrangeiro.

O segundo mandato começou com uma crise cambial que levou a uma alteração completa da política macroeconômica, que passou a se basear em câmbio flutuante, metas de inflação e superávit primário. Apesar da melhora no desempenho fiscal e do setor externo, o país continuou a apresentar baixas taxas de crescimento econômico, e manteve-se uma série de problemas, por exemplo, o crescimento contínuo da dívida pública. Quando o país parecia que ia entrar em uma trajetória sustentável de crescimento, crises externas e problemas de infra-estrutura voltaram a trazer à tona a fragilidade da economia brasileira.

A vitória do Partido dos Trabalhadores colocou uma série de dúvidas sobre a continuidade da estabilização. O governo Lula manteve o tripé de política econômica adotado no segundo mandato de FHC – câmbio flutuante, superávit primário e metas de inflação – e aprofundou o compromisso com a estabilização ao elevar as metas de superávits primários que resultou, posteriormente, na redução da dívida do setor público. O bom desempenho da economia mundial colaborou para a obtenção de significativos saldos comerciais positivos e a melhora dos indicadores externos. Esta boa *performance* pode ser percebida pela redução do risco-país. Mas, apesar disso, não se conseguiu retomar o crescimento econômico.

Assim, a questão que se coloca é quais são os problemas da economia brasileira que fazem com que não tenhamos um crescimento econômico satisfatório desde o final dos anos 1970? Será que esse tripé de política macroeconômica é adequado para as características da economia brasileira? Será que o sistema de metas de inflação, tal como adotado no Brasil, não nos deixará sempre atrelados a esta armadilha do crescimento? Como manter o sistema de metas em um país com a presença de mecanismos de indexação em preços administrados? Como fazer para retomar o investimento privado com a volatilidade verificada no comportamento do produto? Como ampliar a poupança pública e a capacidade de investimento do setor público? Como ampliar os investimentos em infra-estrutura para superar os gargalos existentes? Várias são as dúvidas, mas uma questão fundamental é a necessidade de retomada do crescimento e um comprometimento com este fim. A obtenção da estabilidade foi uma tarefa

extremamente difícil, mas hoje ela parece consolidada. Assim, o ponto principal da agenda, como colocado pelo governo para o seu segundo mandato, é a retomada do crescimento econômico de maneira sustentável.

Conceitos-chaves

- Âncora cambial
- Âncora monetária
- Apreciação (valorização) cambial
- Bens *tradeables* × bens *non-tradeables*
- Câmbio Flutuante
- Consenso de Washington
- COPOM – Comitê Política Monetária
- *Core inflation* (núcleo da inflação)
- Crescimento Econômico
- Crise Cambial
- *Currency board*
- Déficit Público
- Dívida Externa
- Dívida Pública
- Dominância Fiscal
- Efeito pão-de-queijo
- Efeito-tequila
- Fator previdenciário
- Fordismo
- Fundo Social de Emergência (FSE)
- Globalização
- Imposto inflacionário
- IPMF – Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira
- Lei de Responsabilidade Fiscal
- Metas inflacionárias (*Inflation target*)
- Núcleo da inflação (*Core inflation*)
- Plano de Ação Imediata (PAI)
- Plano Real
- PROER
- PROES
- Real (R\$)
- Regra de Taylor
- Risco-país
- Superâncora cambial
- Superávit Primário
- URV – Unidade Referencial de Valor

Questões

- Q1. Explique as três fases de implantação do Plano Real.
- Q2. Após a queda da inflação, muitas vezes ocorre uma explosão do consumo, mesmo com taxas de juros reais elevadas. Como você explicaria esse comportamento do consumidor?
- Q3. Faça uma breve comparação entre o Plano Cruzado e o Real, inclusive comparando a conjuntura econômica na época em que foram lançados.

- Q4. Por que ocorreu a deterioração das contas externas após o Plano Real?
- Q5. Como o governo atuou diante das ameaças de crise cambial?
- Q6. Por que ocorreu a mudança cambial em janeiro de 1999? Quais suas conseqüências?
- Q7. Explique o funcionamento do regime de metas inflacionárias.
- Q8. Explique as principais mudanças na política econômica no segundo mandato de FHC.
- Q9. Como se deu a emergência dos superávits primários a partir de 1999? Explique as principais mudanças na área fiscal.
- Q10. Explique a crise eleitoral de 2002. Explique a idéia de dominância fiscal.
- Q11. Mostre o que o PT fez para adquirir a “credibilidade” durante 2002.
- Q12. Quais as principais medidas tomadas pelo governo Lula para garantir a estabilidade?
- Q13. Como se comportou o produto ao longo do governo Lula?
- Q14. Quais as vantagens e eventuais problemas da valorização cambial durante o governo Lula?

Temas para debate

- T1. Discuta problemas e vantagens associados ao endividamento externo de um país.
- T2. Discuta a autonomia para um país conduzir a política econômica em um mundo globalizado.
- T3. Discuta a adequação do regime de metas inflacionárias para a economia brasileira.
- T4. Discuta a importância e os problemas associados à preservação de elevadas metas de superávit primário.
- T5. Quais as restrições à elevação da taxa de investimento na economia brasileira?
- T6. Discuta os principais entraves ao crescimento econômico no país.