

BRASIL PÓS-REAL: A RIGIDEZ DO AJUSTE EXTERNO

Luiz Fernando Cerqueira *

Alexis Toríbio Dantas **

RESUMO

O artigo apresenta as principais características do período conhecido como Plano Real, abordando a estratégia de estabilização inflacionária formulada por seus idealizadores e a execução da política econômica. O artigo procura discutir de que apesar do sucesso alcançado em termos de estabilidade inflacionária nestes tempos, outros problemas permaneceram e alguns se agravaram. A crença de que com a estabilização o país iria retomar uma trajetória estável de crescimento econômico não se verificou. Pelo contrário o comportamento do produto se mostrou oscilante durante todo o período pós-plano. O sacrifício do crescimento na estratégia de estabilização provocou um aumento significativo do desemprego no país, as contas externas deterioraram-se ampliando a fragilidade externa da economia brasileira e o déficit público não foi corrigido.

Palavras-Chave: Inflação, plano de estabilização, âncora cambial, política monetária, valorização cambial, desequilíbrio fiscal, crise cambial.

JEL: E31, E39, E52, E58, E64, F31, F41

1. Introdução

Após uma série de tentativas fracassadas de planos heterodoxos na Nova Republica, o Plano Real conseguiu reduzir a inflação de forma efetiva e mantê-la sob controle durante longo período de tempo. A fundamentação do plano supunha uma situação em que o Brasil abandonava as regras de uma moeda fiduciária não conversível e taxa real de câmbio fixada pelo banco central, impondo à economia brasileira uma disciplina imposta por um regime de conversibilidade restrita (financeira e comercial), para depois avançar na trilha de uma conversibilidade plena. Desta forma não parecia se

* Professor assistente da UCAM-Ipanema, MSc., PUC-RIO, MA Université Laval, Québec, e aluno de doutorado do Instituto de Economia da UFRJ

** Professor Adjunto da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (FCE/UERJ). Doutor em Economia pelo Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ).

tratar apenas de obter a estabilidade de preços, mediante a utilização clássica da âncora cambial. Mas também de colocar em andamento um projeto de desenvolvimento liberal, que supunha a convergência relativamente rápida das estruturas produtivas e da produtividade da economia brasileira na direção dos padrões competitivos e modernos das economias avançadas¹ - ver Belluzzo e Almeida (2002).

A implementação do plano, por sua vez, encontra um contexto especialmente favorável, permitindo ao Brasil a condição de doador de poupança a de receptor de recursos financeiros, transição possível graças à deflação da riqueza mobiliária e imobiliária observada já no final de 1989 nos mercados globalizados². Desta forma, antes do Plano Real o Brasil logrou triplicar as suas reservas cambiais em apenas dois anos. Em 1989 estas estavam em torno de US\$9.2 bilhões, alcançavam US\$23.7 bilhões em 1992 e atingiam US\$32.2 bilhões em fins de 1993, quando do anúncio do Plano Real. No momento da Reforma Monetária as reservas já eram superiores a US\$43 bilhões, um nível correspondente a 18 meses de importações e mais do que suficiente para amparar a fixação do câmbio como instrumento da política de estabilização.

Contudo, apesar do sucesso alcançado em termos de estabilidade inflacionária, outros problemas permaneceram e alguns se agravaram. Por um lado, a crença de que a estabilização garantiria a retomada de uma trajetória estável de crescimento econômico não se concretizou, transformando-se no principal determinante do significativo aumento das taxas de desemprego no país. Por outro lado, as contas externas deterioraram-se fortemente, ampliando a fragilidade externa estrutural da economia brasileira. Ao mesmo tempo, o déficit público operacional elevou-se substancialmente, decorrência dos

1 Tal estratégia de desenvolvimento, em geral associada às recomendações do consenso de Washington e adotada pelos governos da América Latina, está apoiada nos seguintes pressupostos: (a) a estabilidade de preços cria condições para o cálculo econômico de longo prazo, estimulando o investimento privado; (b) a abertura comercial (e a valorização cambial) impõe disciplina competitiva aos produtores domésticos, forçando-os a realizar ganhos substanciais de produtividade; (c) as privatizações e o investimento estrangeiro removeriam gargalos de oferta na indústria e na infra-estrutura, reduzindo custos e melhorando a eficiência; (d) a liberalização cambial, associada à previsibilidade quanto à evolução da taxa real de câmbio, atrairia poupança externa em suficiente para complementar o esforço de investimento doméstico e financiar o déficit em conta corrente.

2 A recessão americana que se prolongou até meados de 1992 e o estouro da bolha especulativa japonesa foram fatores que exigiram políticas monetárias “frouxas” nesses países, de tal maneira a absorver o impacto dos desequilíbrios de caixa e patrimoniais dos agentes atingidos pelo surto de valorização dos ativos que se seguiu à intervenção de 1987 (ver Belluzzo e Almeida).

mecanismos de sustentação da âncora cambial, implicando na caracterização de uma trajetória ascendente da dívida mobiliária pública federal.

Um ponto chave na discussão deste trabalho refere-se ao fato de que, mesmo após a crise do real e o abandono do regime cambial vigente, permaneceu a deterioração das contas externas e da situação fiscal, ao contrário das expectativas de correção e ajuste que passaram a dominar as análises econômicas. Desta forma, o artigo objetiva avaliar as principais causas das dificuldades encontradas para uma reversão sustentável das condições do Balanço de Pagamentos e das finanças públicas após as mudanças desencadeadas no modelo de estabilização adotado com o Plano Real. Neste sentido, a próxima seção trata do comportamento das principais variáveis macroeconômicas durante a vigência das bases fundamentais da âncora cambial brasileira, buscando identificar não só as raízes da crise do modelo (assunto da terceira seção), mas também as possíveis mudanças estruturais determinantes das rigidezes impeditivas do ajuste previsto a partir de 1999/2000 (o que é analisado na quarta seção). A quinta seção, finalmente, tece comentários finais, de caráter conclusivo, acerca dos principais aspectos que determinaram a frustração das expectativas de ajuste natural do Balanço de Pagamentos em decorrência da mudança do regime cambial em janeiro de 1999.

2. Economia Brasileira no Real: O Comportamento das Variáveis Macroeconômicas.

Nos primeiros meses do programa, as autoridades permitiram uma forte valorização da taxa nominal de câmbio visando a uma convergência mais rápida da taxa de inflação doméstica à que prevalecia nos Estados Unidos, o que de fato ocorreu. O impacto imediato do Plano Real foi a rápida queda da taxa de inflação. Após uma aceleração inflacionária motivada pela corrida de reajustes preventivos anteriores à previamente anunciada conversão à nova moeda, em julho de 1994 a inflação despenca. A inflação ocorrida em julho tinha tanto um importante componente residual quanto uma forte presença de conflito distributivo. Entretanto, a partir de agosto a inflação começa a ceder, passando a oscilar conforme as condições de demanda e as ocorrências de choques, porém sempre com tendência de queda, chegando em dezembro a registrar

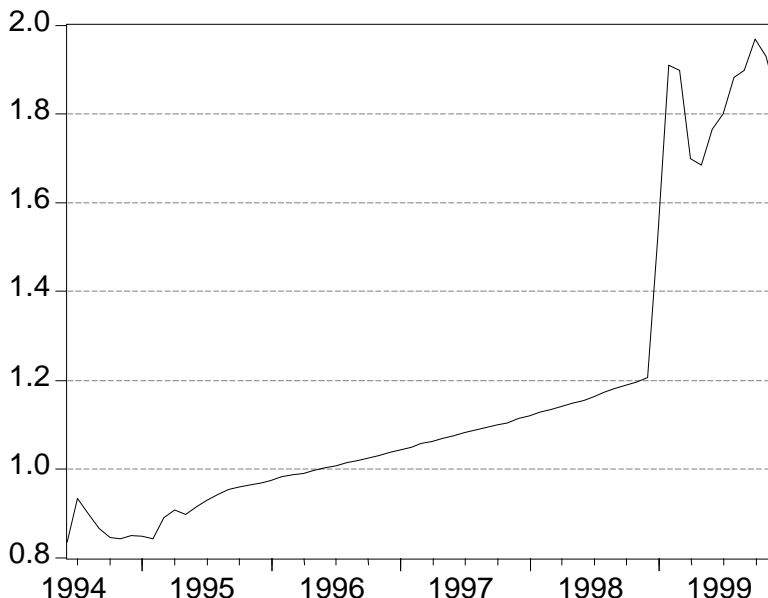
menos de 1% pelo índice geral de preços. Em 1995 a inflação anual ainda foi de dois dígitos – 14.8% -, mas a partir de 1996 já estava em 9.3%. Nos anos seguintes a queda persistiu, caindo para 7.5% em 1997 e 1.7% em 1998.

De outra parte, a queda do imposto inflacionário aumentou o poder de compra dos assalariados. Dado o baixo nível de endividamento preexistente, tanto das famílias quanto das empresas, a rápida retomada do crédito – apesar das fortes medidas de contenção do crédito e das taxas de juro muito elevadas – provocou um salto na demanda agregada. A qual era estimulada também pela queda real de preços de alguns setores industriais. Além disso, e também a despeito das medidas de contenção tomadas pelo governo, a queda das taxas de juros nominais e o fim da indexação provocaram uma recomposição na margem da riqueza privada em detrimento das aplicações financeiras defensivas e em favor do consumo de duráveis e da posse de ativos reais (ver Beluzzo e Almeida).

Esses fatores impulsionaram prontamente a demanda nominal sem nenhum efeito sobre os preços dos tradables. A inflação residual no período da pressão de demanda sobreviveu por conta dos preços dos serviços³. De fato, a estratégia de estabilização através da taxa de câmbio acabou implicando em valorização cambial devido à inflação residual não repassada ao câmbio no momento seguinte. O que se constitui numa necessidade para que a estabilização se efetive. No Brasil a apreciação cambial decorreu também da política cambial adotada (ver Figura 1), que objetivava criar uma pressão deflacionária no universo de mercadorias e serviços com seus preços associados ao do dólar.

3 Entre agosto de 1994 e janeiro de 1997 enquanto o IPA cresceu 22.88%, o IPC cresceu 55.04%. Aluguel, educação, serviços de residência, serviços de vestuário, medico/dentista/outros, cresceram respectivamente, 198.12%, 132.13%, 66.58%, 92.94%, 92.46%.

FIGURA 1: TAXA DE CAMBIO NOMINAL



Essa estratégia de estabilização é eficiente para os tradables. Todavia no caso dos non-tradables esta política não se aplica – seus preços tendem a continuar subindo, pois o crescimento da demanda associado à estabilização eleva os salários reais, e como estes setores não sofrem a concorrência internacional, eles podem repassar para preços aumentos de custos bem como recompor margens, enquanto a demanda se encontra aquecida.

Era esperado, de outra parte, que o salto do consumo e da produção corrente – numa situação de taxa de câmbio real valorizada - deteriorasse o saldo comercial e conseqüentemente produzisse déficits em transações correntes. O ano de 1995 é um marco para as contas externas do país tal a magnitude das mudanças ocorridas: o superávit comercial de US\$10.5 bilhões em 1994 cede lugar a um déficit de US\$3.5 bilhões e o resultado em transações correntes, de um déficit de US\$1.8. bilhões (0.3% do PIB), passa para US\$18.4 bilhões (2.5% do PIB). Ocorre que estas mudanças se passam na ausência de uma explosão de crescimento da economia (o crescimento em 1995 foi de 4.2%), o que significa dizer que os resultados refletem principalmente a orientação da política econômica.

No que concerne à evolução das importações apesar de todos os componentes terem crescido entre 1993 e 1995, os dois itens que apresentaram os maiores aumentos foram: automóveis (182.2%) e bens de consumo (186.0%). O que significa que uma parcela relevante da entrada de recursos direcionou-se para o financiamento do consumo, sem impacto sobre a capacidade produtiva da economia.

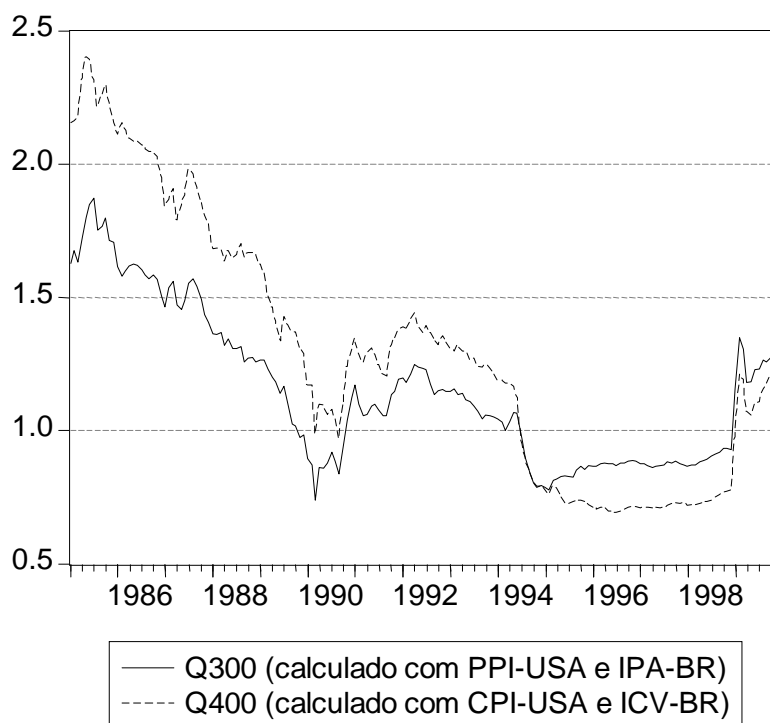
No entanto é importante ter em conta o crescimento das importações de matérias-primas (76.8%) e bens de capital (137.7%), entre estes anos e no período 1993-1998 (respectivamente, 103.9% e 202.1%), pois este salto das importações representou um recurso improvisado para alcançar rapidamente competitividade. Com efeito, a sensível ampliação dos mercados domésticos e a sobrevalorização da moeda local que acompanharam a estabilização criaram condições favoráveis a que numerosas empresas respondessem a pressão competitiva exercida pelas importações⁴, com a modernização e o barateamento dos produtos por ela ofertados. Para tanto elas recorreram, aparentemente à ampliação de suas próprias compras no exterior. Assim após um longo período de hibernação observou-se na estrutura industrial brasileira um processo de renovação/modernização da cesta de produtos ofertados, e a absorção massiva de melhorias organizacionais e tecnológicas no curso dos anos 1990, conhecido como catch up produtivo. Cujas características são a replicação deliberada e rápida de características exibidas pelas indústrias das economias desenvolvidas. Em suma, a valorização cambial teve um duplo e contraditório papel de barateamento das importações de produtos concorrentes, quanto de insumos e bens de capital capazes de propiciar a modernização produtiva e a diversificação das linhas de produtos – ver Castro (2001 e 2002).

Pode-se argumentar que a indústria revelou um ímpeto expansionista considerável, tendo sido capaz de responder vigorosamente ao surgimento de oportunidades. Os efeitos estão estampados no crescimento da produtividade industrial no período 1991 a 1998. Entre 1991, antevéspera da abertura comercial, e 1994 a produtividade cresceu 19.5%, e de 1991 a 1995, 21.3%, e entre 1991 e 1998, 40.3%.

⁴Caso o câmbio sofresse alguma desvalorização as pressões de custo derivadas induziriam as empresas a cultivar ou mesmo a reconstituir as cadeias locais de suprimento. Porém, preservada a apreciação importar passou a ser um potente mecanismo de compressão de custos.

Assim apesar do ambiente macroeconômico punitivo a produtividade cresceu significativamente, abrindo espaço para a queda de custos e preços. Esta constatação sugere a hipótese de que embora a taxa de câmbio real tenha caído 48.4% entre 1985 e 1998 (ver Figura 2)⁵, a queda dos preços em reais recebidos pelo setor exportador tenha sido compensada pela redução dos custos unitários, o que teria desta forma preservado a sua margem de lucro. Este fato talvez explique porque as exportações cresceram ininterruptamente entre 1991 e 1998, tendo saltado de US\$31.6 para US\$51.1 bilhões num contexto de câmbio valorizado.

FIGURA 2: TAXA DE CAMBIO REAL



Este argumento não invalida o fato de que devido à continuidade da orientação econômica foram ativadas forças negativas, emanadas do aprofundamento da abertura comercial, da sobrevalorização cambial e das taxas reais de juros elevadas. Estas forças exerceram um efeito perverso sobre o custo de uso do capital existente, desfavorecendo a

⁵ Este resultado é obtido quando os deflatores usados são o PPI e o IPA. Quando se usam índices de preços ao consumidor esta queda é de 67.1%.

utilização do capital instrumental para a produção destinada à exportação, e incitaram a racionalização defensiva, com cortes de custos das empresas, o que promoveu uma permanente redução de postos de trabalho nos setores submetidos à concorrência dos produtores estrangeiros (ver Belluzzo e Almeida).

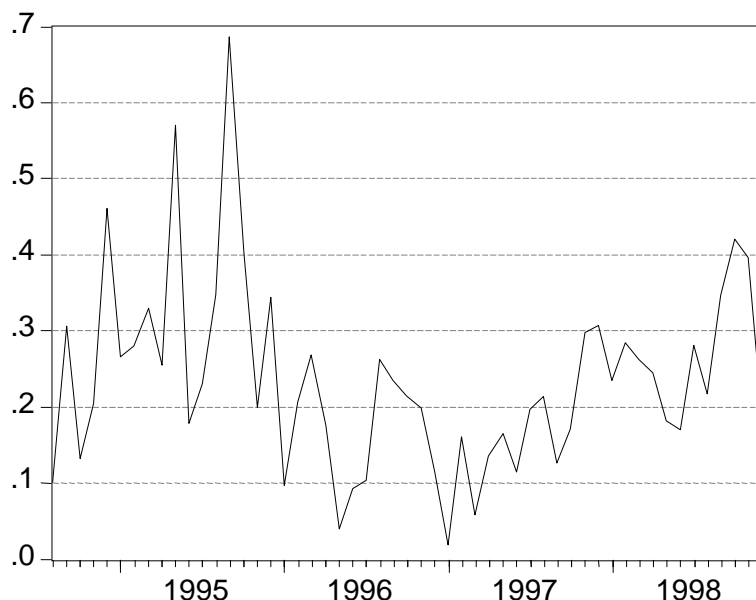
Do ponto de vista do investimento e da estrutura de produção, a combinação juros-câmbio do Plano real desestimulou os projetos voltados para as exportações, promoveu um encolhimento das cadeias produtivas – afetadas também por importações predatórias – e aumentou a participação da propriedade estrangeira no estoque de capital doméstico. Os fatores acima concorreram para inibir as exportações e favorecer as importações, os gastos com viagens internacionais e o aumento de remessas de lucros e dividendos para o exterior.

Um aspecto importante é a natureza do capital ingressante no país. O qual era predominantemente voltado para investimentos de portfólio – ações, fundos de aplicação financeira, fundos de privatização, etc. – e 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, caracterizava uma situação de alto risco e pouco sustentável no longo prazo.

A mesma valorização cambial que amparou a desinflação rápida, ampliou o componente que na formação da taxa de juros se correlaciona com a expectativa de desvalorização do câmbio. O governo procurou regular esta expectativa definindo uma política de ajuste gradual da taxa de inflação, o que acabou por consolidar na formação da taxa de juros o nível nominal aproximado de 7% ao ano, a partir de 1995, como o valor correspondente à desvalorização projetada do câmbio. Desta forma, a taxa de juros básica na economia brasileira passou a ter um piso que resultava da agregação do componente cambial, da taxa internacional de juros internacional (como a taxa norte-americana em torno de 6%), do spread de financiamentos a tomadores do país, refletindo o risco Brasil (em torno de 5% em tempos normais), além de impostos, o que totalizava algo como 22% ao ano.

Como já mencionado as taxas de juros mais elevadas foram também utilizadas, no início do programa para represar a poupança financeira e desestimular a procura por crédito por parte das famílias e das empresas. Também se lançou mão de elevações acentuadas das taxas de juros na tentativa de conter a fuga de capitais diante de crises externas com potenciais efeitos sobre o país, como nas crises do México, em 1995, a asiática em 1997, e a russa em 1998, e ainda para combater os ataques especulativos contra a moeda nacional, como ocorreu em fins de 1998 e início de 1999.

FIGURA 3: TAXA REAL DE JUROS (OVER/SELIC), % a.a.



3. Fundamentos da Crise do Real

Em tese é correta a afirmação de que a utilização da âncora cambial deveria ser temporária e que, mantidas as condições básicas do financiamento externo às economias emergentes, a estabilização definitiva só poderia ser alcançada mediante um ajustamento fiscal intertemporalmente consistente. Na opinião dos mercados financeiros, os países

com tradição de inflação alta e freqüente desarranjos monetários precisariam oferecer, por algum tempo, a garantia de um superávit fiscal estrutural, ainda que admitindo o aparecimento de déficits temporários determinados por flutuações cíclicas da economia.

No caso brasileiro o efeito da estabilização sobre as receitas do governo foi de menor importância do que em outros países, porque a longa convivência com a inflação elevada foi promovendo uma indexação apropriada das rendas do Estado. Apesar do governo poder contar com a possibilidade de contingenciar despesas pela redução das transferências e conter investimentos e gastos sociais, a suspeita de inexistência de uma situação fiscal “razoável” quase sempre acompanhou a execução do plano. Sendo assim, a estabilização ficou a cargo da sobreutilização da taxa de câmbio nominal e das taxas de juros elevadas como instrumentos únicos de desinflação.

Porém tais instrumentos não são neutros sobre as contas públicas, de forma que demonstrar solidez fiscal e afastar suspeitas sobre a solvência do setor público se tornavam tarefas cada vez mais difíceis à medida que avançava o plano de estabilização inflacionária e se avançava no uso desses instrumentos. Por essas razões é equivocada a interpretação de que pelo lado da estabilização o plano caminhava bem, mas pelo lado fiscal – tido como independente – caminhava mal e colocava-se como obstáculo à continuidade da política de estabilização. Isto porque os instrumentos que pareciam assegurar o êxito desta, simultaneamente, comprometiam e concorriam para desajustar o setor público.

O sucesso do plano de estabilização e o crescente desajuste fiscal caminhavam juntos e eram faces da mesma moeda. A formação de déficits volumosos, internos e externos, bem como o crescimento muito rápido da dívida externa – neste caso sob a liderança do setor privado – e interna do setor público foram efeitos integralmente gerados pela execução do Plano Real (ver Belluzzo e Almeida).

A trava colocada pela taxa de câmbio e o desequilíbrio externo crescente definiam um patamar mínimo elevado para a taxa de juros interna. À medida que o país voltou a acumular reservas após a crise mexicana, a taxa de juros voltou a cair, porém a partir de meados de 1996 estas reduções foram se tornando menores e a taxa Selic se estabilizou em 20% ao ano. O que implicava, dada a baixa taxa de inflação, em uma elevada taxa

real de juros (ver Figura 6)⁶. O diferencial taxa de juros interna e externa refletia, como se argumentou, o risco embutido de uma mudança cambial ou das expectativas dos agentes de uma desvalorização cambial.

Sempre que ocorria uma perturbação que colocasse em risco o financiamento dos déficits em transações correntes o governo era obrigado a alterar a taxa de juros. Por duas vezes o governo teve que dobrar a taxa de juros – na crise asiática no final de 1997 e na crise russa em meados de 1998. Esta dinâmica da taxa de juros, combinada com o volume da dívida pública determinou uma trajetória de crescimento autônomo desta última, e impôs pressões crescentes do lado 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 (ver Vasconcelos et alli).

Com a crise mexicana houve uma ruptura do crescimento econômico ocorrido no imediato pós-Real. A partir de então, se implantou uma trajetória do tipo *stop and go* em que os condicionantes externos (fluxo de capitais) definiam a condução da política econômica e o ritmo da economia – diferentemente do *stop and go* centrado na inflação, vigente entre o fracasso do Plano Cruzado (1986) e o lançamento do Real (1994), em que a ameaça consistia crescentemente na possível transição para a hiperinflação. Agora o gatilho que aciona o *stop* tornou-se de forma cada vez mais evidente, a possível insuficiência do financiamento externo⁷.

Na crise asiática do segundo semestre de 1997, 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 de US\$11 bilhões, rapidamente recomposta com a elevação da taxa de juros. No entanto a taxa de desemprego se elevou e o produto se retraiu (tendo caído 10% em seis meses). Paralelamente o não cumprimento do pacote

6 No período 08/1994 a 05/1996 a taxa real de juros foi em média 27.7% a.a., entre 06/1996 a 10/1997 15.5% a.a. e, entre 11/1997 a 12/1998 (pós-crise asiática) 27.4% a.a.

7 O regime de retomadas seguidas de stop, e retorno à posição retransa se alterou no tempo. E a razão esta em que detectada a vulnerabilidade ela tendeu a incorporar-se progressivamente às expectativas – passando o país a ser percebido (e tratado) como membro de um grupo de risco. Nestas condições o impulso expansivo fica limitado a arrancadas (go), puxadas basicamente pela demanda (especialmente de duráveis de consumo) e prontamente respondidas pela oferta. Assim a introjeção pelos agentes econômicos da vulnerabilidade significa que em face de sinais adversos eles próprios se encarregam de cortar gastos e deter a expansão (ver Castro 2002).

fiscal e a grande elevação da dívida pública fizeram com que o mercado passasse a rejeitar os títulos prefixados, ampliando a opção pelas aplicações *overnight*, evidenciando assim a desconfiança em relação a sustentabilidade da política econômica. Neste momento o coro dos defensores da desvalorização cambial cresce, ao mesmo tempo em que os indicadores macroeconômicos se deterioram⁸.

Desde a crise asiática e, sobretudo, depois do colapso da Rússia em agosto de 1998, a disponibilidade de financiamento e de capitais para os países em desenvolvimento foi sendo reduzida, sinalizando que a disposição do mercado financeiro internacional em financiar níveis elevados de déficits em transações tinha se reduzido. Por outro lado, os *spreads* entre as taxas dos títulos do governo americano e aqueles pagos pelos países emergentes que tendiam a recuar depois das fases agudas de crises de liquidez e desconfiança, não mais retrocediam aos níveis prevalecentes antes da turbulência⁹. Por fim, os mercados passaram a trabalhar com a expectativa de que uma correção de preços deveria ocorrer nas bolsas que ainda operavam com fortes surtos de capitalização, como era o caso das americanas.

Por isso, após a crise russa e mesmo depois do acordo formalizado com o FMI no início de dezembro de 1998, a reação dos mercados financeiros externos e internos permaneceu tão sensível na avaliação dos riscos associados a posições no Brasil. Internamente, os mercados futuros de câmbio e juros continuaram revelando grande sensibilidade diante de alterações nas condições de financiamento externo. Fossem elas decorrentes de um saldo negativo, em dias consecutivos, nos mercados de câmbio, da concentração de amortizações num determinado mês ou de uma tendência à elevação do déficit na conta de comércio. No plano externo, a opinião dos mercados a respeito da inadequação da taxa de câmbio e da deterioração das contas públicas mostrava uma hipersensibilidade a problemas que vinha se avolumando progressivamente, revelando uma crise de confiança.

8 Taxa de crescimento do PIB 1997 e 1998: 3.3% - 0.2%; Taxa de desemprego aberto 1997 e 1998: 5.7% - 7.6%; Déficit operacional 1997 e 1998 (% do PIB): 4.3% - 7.4%; Déficit primário 1997 e 1998: 1.0% - 0.0%; Dívida pública 1997 e 1998: 34.5% - 43.7%.

9 Este foi o caso do preço dos títulos da dívida externa brasileira negociada, os C-Bonds, que só voltaram a recuperar-se depois da superação da crise brasileira em meados de 1999.

Este déficit de confiança foi agravado pela percepção de que o regime cambial e monetário gerava endogenamente um déficit externo agora considerado excessivo – 4.4% do PIB em 1998 -, um déficit público nominal insustentável – 7.9% do PIB -, e um enorme crescimento da massa de ativos financeiros domésticos, inflados pela taxa interna de juros e dotados da característica de quase-moedas¹⁰.

Quanto ao déficit público os dados mostram que o explosivo crescimento em 1998 decorreu exclusivamente da conta de juros pagos para sustentar a estabilidade do real e a continuidade da política econômica¹¹.

Com a crise russa o Brasil perdeu US\$29 bilhões entre agosto e novembro de 1998. A queda é interrompida com a entrada da primeira parcela do acordo de financiamento com o FMI em dezembro. O acordo destinado a aportar recursos¹² (no total de US\$41.5 bilhões, com parcelas do FMI, BID, BIRD e bancos centrais coordenados pelo BIS e desembolsados ao longo de 1999, sendo cerca de US\$ 9 bilhões imediatos) para assegurar a estabilidade do real não deteve a onda de desconfiança na moeda. Entre dezembro/98 e março de 1999 a fuga de capitais atingiu US\$16.4 bilhões, o que totalizou um valor de US\$45.4 bilhões que deixou o país ante a iminente queda do real¹³.

A insistência em manter a taxa de câmbio sobrevalorizada, mesmo diante da certeza contrária que ia dominando o “mercado”, encontra uma primeira explicação no fator político. Em outubro de 1998 ocorreriam as eleições presidenciais e o presidente ainda tinha a estabilização da inflação como grande conquista de seu mandato, a qual não poderia ser colocada em risco com uma desvalorização cambial como a requerida. Diante de um quadro de crescente deterioração externa e aprofundamento dos desequilíbrios internos, o governo teve que assumir o ônus de uma mudança latente na taxa de câmbio e manter por mais um tempo a política econômica e com ela a imaginária estabilização do

10 O total de meios de pagamentos no conceito amplo de M4 passou de 33.4% em 1994 para 50.9% em 1998.

11 Em 1997 os pagamentos com juros reais correspondiam a 3.4% do PIB e em 1998 a 7.4%. Neste último ano os juros reais representaram 100% do déficit operacional.

12 Este acordo possuía uma cláusula que fixava um limite mínimo de US\$20 bilhões de reservas que o país deveria manter. O que limitava o poder de intervenção do banco central na defesa da taxa de câmbio e ampliava as chances de sucesso de um ataque especulativo.

13 Diferentemente das crises anteriores a maior parte da saída de recursos se deu por conta de residentes, que se juntaram a bancos e investidores institucionais estrangeiros na corrida contra a moeda nacional.

valor do real. O endividamento do setor privado em moeda externa pode ser considerado uma segunda razão para ter se retardado a mudança cambial.

Após essa sobrevida da política econômica não restou outra alternativa que a formulação de um imediato plano fiscal para melhorar a situação das finanças públicas, e ao mesmo tempo recorrer ao FMI para recompor parte das reservas cambiais. O plano proposto ao FMI se propunha a um forte ajuste. Com a economia em recessão, juros altos da dívida pública e continuidade da sobrevalorização cambial, estabeleceu-se como meta para 1999 a redução à metade do déficit nominal de 8% do PIB, que envolveria um ajuste de R\$28 bilhões nas contas fiscais¹⁴. O FMI por sua vez impôs uma redução no déficit em transações correntes de US\$35 bilhões em 1998 para US\$24 bilhões em 1999, que seria obtido através do crescimento de 7% das exportações e do superávit comercial de US\$3 bilhões. No entanto, não houve nenhuma imposição de ajuste da taxa de câmbio e nem variações expressivas da taxa de juros.

O acordo com o FMI recompôs parcialmente as reservas e viabilizou uma nova rodada de fuga de capitais à taxa de câmbio “subsidiada”. Os mercados financeiros podem errar e freqüentemente o fazem diante de mudanças reais, as quais não podem prever corretamente, mas dificilmente deixam de acusar o que é ficção. Do ponto de vista externo, a desconfiança na moeda prosseguiu e com ela a instabilidade da sustentação da política econômica que nasce com o Real. No plano interno, a crescente incerteza dos investidores quanto às bruscas flutuações nos preços – depois da crise asiática e da Rússia –, com risco de enormes prejuízos para os detentores de títulos do governo, forçou os administradores da política monetária a aceitar progressivamente a substituição de papéis prefixados por pós-fixados.

Esta mudança de perfil da dívida pública foi feita simultaneamente à dolarização de uma fração importante da dívida pública interna. Tal expediente foi destinado a oferecer *hedge* para a parcela do setor privado que mantinha passivos denominados em

14 Os aumentos dos impostos – CPMF, subindo de 0.2% para 0.38%, COFINS de 2% para 3% - contribuiriam com pouco menos da metade do ajuste; os cortes de gastos somariam R\$8.7 bilhões e R\$6 bilhões viriam da área da previdência, em que era previsto um aumento de contribuição dos aposentados. Isto adicionado a um esforço fiscal de estados e municípios asseguraria um superávit primário de 2.6% do PIB (2.8% no ano 2000 e 3.0% em 2001), necessário para cobrir parcela dos 6.5% estimados com a conta de juros.

dólares, o que na prática correspondeu a uma estatização parcial da dívida externa contratada no ciclo do Plano Real. Como costuma ocorrer em situações em que imperam a incerteza e a desconfiança agudas, os agentes privados passam ou tentam passar para o governo o risco de taxa de juros e o risco de uma eventual desvalorização do câmbio.

De fato, como a maior parcela do endividamento externo (60% em 1998) pertencia ao setor privado, o risco de uma desvalorização cambial é uma deterioração patrimonial do setor, com riscos de crise econômica (queda do consumo e investimento, derivada do efeito riqueza) e crise financeira (falências, quebras bancárias, etc.). A saída para se evitar este risco é o oferecimento de proteção por parte do governo ao setor privado, uma vez que nenhum agente ofereceria *hedge* em um momento em que todos avaliavam ser insustentável a política cambial.

A primeira forma de atender a demanda dos agentes por proteção cambial foi a venda de moeda estrangeira. O que implicou em perda de reservas com um custo extraordinário para o governo¹⁵. A segunda forma utilizada foi a venda de títulos públicos indexados às variações do dólar, como mencionado¹⁶. O governo também atuou no mercado futuro, vendendo dólares para atender à demanda do setor privado. Segundo estimativas divulgadas pela imprensa o prejuízo incorrido pelo governo com estas operações, isto é, a diferença entre o valor de venda acertado e o valor de mercado, chegou a US\$4.0 bilhões, o que representou um volume de *hedge* de aproximadamente US\$7.6 bilhões.

Assim grosso modo, mais de US\$70 bilhões da dívida externa do setor privado - aproximadamente 50% do total devido - estava protegida no momento da desvalorização cambial. Logo a maior parte das perdas decorrentes da desvalorização cambial concentrou-se sobre o setor público.

15 O total de saídas foi de US\$44.5 o que equivalia a uma proporção do PIB de 7.9% do PIB. Se considerado o valor médio de R\$1.18 por dólar no período da remessa e uma cotação em 1999 de R\$1.80, o subsídio para quem remeteu dólares para fora do país foi de 52.5% por dólar remetido, o que representa um montante de R\$23.4 bilhões, ou 2.3% do PIB de 1998.

16 A participação destes títulos no total da dívida pública passou de 10% em 1997 para 21% em 1998, o que representou um *hedge* de aproximadamente US\$60.5 bilhões. Considerando uma desvalorização cambial de 65% no mês de janeiro de 1999, isto custou para o Tesouro Nacional um aumento de R\$46.1 bilhões da dívida pública.

O acordo com o FMI serviu para dar uma segunda sobrevida à política econômica. Este acordo estruturado em tempo relativamente curto, mobilizando montantes expressivos de diversas procedências e com metas pouco realistas, só foi possível devido ao risco – àquela altura considerado muito alto – de contágio de uma explosão do real nos mercados financeiros globalizados. O contágio foi uma característica das crises cambiais anteriores e agora ameaçava se repetir a partir de uma economia de maiores dimensões que, mantinha relações comerciais e financeiras mais estreitas com o USA. O acordo concorreu para minimizar esse risco, porque apresentou uma determinação de socorro financeiro internacional antecipado a uma crise mais do que anunciada e, porque permitiu a conclusão dos ajustes dos portfólios e/ou a formação de posições de proteção de bancos e investidores estrangeiros e nacionais ante o “risco Brasil”.

O tempo decorrido para um desfecho anunciado e os ajustes defensivos desenvolvidos por bancos e investidores diante da perspectiva de um colapso da moeda permitiram que o efeito contágio da crise fosse amortecido. A crise cambial brasileira não deixou de ter repercussões sobre outras economias, mas os impactos se deram por meio do comércio exterior, tão mais profundos quanto maior o ganho de competitividade das exportações brasileiras e da retração das importações derivadas da desvalorização do real. A longa preparação para o desenlace impediu a transmissão da crise através dos canais financeiros, como foi característico dos processos de contágio no período recente. O isolamento da crise brasileira traduziu-se em custos internos maiores de ajuste ante a menor predisposição do sistema financeiro internacional e do FMI em aportar recursos para estabilizar o real após a liberalização do câmbio ocorrida em janeiro de 1999.

4. O Fim da Âncora Cambial e a Expectativa de Ajuste Externo

No final de dezembro de 1998 e início de janeiro de 1999 a fuga de capitais voltou a se acelerar. Na última semana de 98 as perdas de reservas superavam US\$1 bilhão de dólares ao dia. Como o acordo com o FMI impunha um limite mínimo de reservas cambiais, a partir de um momento os agentes começaram a especular quando se

daria a mudança cambial. Ademais, nas duas primeiras semanas de 1999 surgiram problemas políticos com os governadores de oposição recém-empossados, que demandavam a rediscussão das respectivas dívidas estaduais e os termos de pagamentos à união.

Apareceram, portanto, sinais de maiores dificuldades pelo lado fiscal que neste momento se conectavam diretamente com os ânimos do mercado financeiro e deterioravam ainda mais a situação externa. Estimulando a fuga de capitais.

A decretação da moratória unilateral da dívida por parte do estado de Minas Gerais desencadeou uma maciça saída de dólares. No entanto, criou um ambiente político adequado ao governo federal que pôde atribuir a necessidade de mudança cambial a fatores “exógenos” e não a erros de política econômica. Assim com a demissão do presidente do banco central, até então o principal defensor da manutenção do câmbio valorizado, abandonou-se o regime de câmbio semifixo, desvalorizou-se o câmbio em 8.9%, mas manteve-se o sistema de bandas cambiais. Porém, esta desvalorização foi considerada insuficiente pelo “mercado”, ao mesmo tempo em que o sistema de bandas anunciado não obteve credibilidade. Este episódio desencadeia uma fuga de capitais, que obrigou o banco central a abandonar a defesa da moeda e a permitir a livre flutuação do câmbio.

A aposta generalizada era de que a adoção do câmbio flexível, ainda que forçada, seria capaz de permitir, por si só, um processo de ajuste com conseqüente estabilidade do Balanço de Pagamentos no Brasil, reduzindo, em médio prazo, sua necessidade de financiamento via conta financeira. O que se viu, no entanto, foi o aprofundamento da dependência externa, ainda que o déficit de conta corrente tenha sido reduzido de forma significativa – ainda assim por razões que extrapolam em muito o efeito puro da mudança no câmbio e a conseqüente (ou ao menos esperada) elevação da competitividade das exportações.

5. Comentários Finais: A Mudança no Regime Cambial e a Frustração das Expectativas de Ajuste

Alguns aspectos concorreram neste sentido. Em primeiro lugar, os longos anos de manutenção da taxa de câmbio valorizada, a despeito de ter permitido a elevação de produtividade de alguns setores, determinaram uma mudança importante no perfil produtivo da indústria nacional, não só no que diz respeito à eliminação de importantes segmentos industriais, mas fundamentalmente à composição dos insumos utilizados (em particular os bens de capital) – com uma forte elevação do conteúdo importado para a execução do processo produtivo (um caso emblemático neste sentido é o da indústria automobilística, mesmo após a correção decorrente da implantação do regime automotivo). Como resultado, a pauta de importações tornou-se bastante rígida em relação ao nível de atividade. A substituição de importações que ocorreu após a desvalorização cambial, embora sensível, não é capaz de garantir-se estável – uma retomada de crescimento pode novamente induzir a uma forte elevação da demanda por importados, mesmo com a nova relação de trocas, dada a alta elasticidade renda das principais itens da pauta de importações brasileiras.

Em segundo lugar, verificou-se uma séria incapacidade de resposta das exportações nacionais à contínua desvalorização do real desde 1999. Parte desta inação decorreu, em boa medida, da depreciação também registrada no câmbio de países concorrentes e/ou destinatários dos produtos brasileiros. Cabe salientar, por um lado, além deste aspecto, o baixo dinamismo dos mercados-alvo típicos das exportações nacionais – em particular a retração do nível de atividade da economia americana e seus reflexos na economia mundial. Por outro lado, em boa parte do período, observou-se uma queda contínua de preços de *commodities* com peso relevante na pauta de exportações do Brasil.

Neste caso das exportações, entretanto, o ponto fundamental diz respeito à estrutura da pauta brasileira, concentrada em produtos de baixa elasticidade renda, fortemente associada a mercados estagnados (com taxas de crescimento bastante inferior à média mundial). Poucos exportáveis nacionais direcionam-se a mercados dinâmicos,

como ocorre com as aeronaves – cujas vendas externas resumem-se a uma única empresa e, sobretudo, determinam uma forte demanda por importações associadas, dado o alto conteúdo de insumos importados requeridos em seu processo produtivo.

Não é por acaso, portanto, que a substancial retração recente do déficit balanço de transações correntes resultou, fundamentalmente, do encolhimento das importações relatado acima. A este respeito, Miranda (2001:123), afirma que “a lenta recuperação dos superávits comerciais em 2000 relaciona-se tanto à composição da pauta de exportações quanto ao crescimento pró-cíclico das importações. A dessimetria das pautas de importação e exportação leva as sugestões de políticas industrial e tecnológica a centrarem-se em instrumentos que viabilizem a recuperação de oportunidades perdidas nas exportações mundiais e a inserção brasileira em segmentos mais dinâmicos do comércio internacional.”

Desta forma, pode-se perceber que a situação ainda é bastante frágil no que se refere a uma possível retomada do crescimento econômico – que resultaria em rápida expansão das importações o que, somada ao envio de rendas ao exterior¹⁷, levaria o déficit de conta corrente novamente a patamares muito elevados.

Em terceiro lugar, do ponto de vista da conta de capitais, observou-se um elevado nível de comprometimento externo dos agentes econômicos nacionais, implicando em uma necessidade crescente de refinanciamento de amortizações (além do já mencionado incremento do envio de rendas ao exterior). A explicação para este comportamento está inserida no próprio contexto de implementação do Plano Real, a partir da criação de mecanismos que induziam os agentes econômicos ao endividamento em moeda estrangeira – não apenas pelo grande diferencial de taxa de juros interna/externa, mas pelas facilidades criadas para a tomada de recursos no exterior.

A política adotada revestia-se de racionalidade em uma situação de oferta substancial de recursos aos países emergentes, de forma que eram particularmente fáceis o financiamento externo e o refinanciamento das amortizações vincendas. Com a forte

¹⁷ Como visto anteriormente, a forte elevação dos níveis de endividamento externo da economia brasileira, acrescido da massiva entrada de investimento estrangeiro direto, mormente na figura de mudança na composição patrimonial de empresas nacionais (privadas e, sobretudo, estatais), determinou um aumento significativo das remunerações enviadas ao exterior, sobrecarregando o balanço de transações correntes.

retração da oferta destes recursos, especialmente em decorrência da deflação de ativos que se seguiu às crises financeiras da segunda metade dos 90 e à recessão americana, a capacidade de rolagem da dívida nos vencimentos de amortizações tornou-se muito mais difícil – o que provocou uma mudança radical no comportamento dos agentes, representada pela busca desenfreada por posições de *hedge*. Como resultado, o câmbio assumiu uma clara tendência de alta contínua e, sobretudo, um comportamento altamente instável, impondo nervosismo aos devedores e uma busca de formação de reservas cada vez maiores de moeda estrangeira pelos bancos – o que ampliou ainda mais a trajetória altista da taxa cambial.

Desta forma, as condições para reverter (ou, pelo menos, amenizar) as necessidades de financiamento não seguiram as expectativas dos gestores da política econômica. Como resultado, a economia brasileira encara de forma extrema a restrição externa ao crescimento econômico, sem grandes alterações mesmo após a mudança do regime cambial e a flutuação do real, seguida de rápida e relevante depreciação. Qualquer aceleração (não necessariamente grande) do nível de atividade, é capaz de promover um importante incremento das necessidades de financiamento, o que se encontra particularmente complicado no atual quadro de recessão generalizada dos países centrais e retração da liquidez internacional.

6. Referências Bibliográficas

- Belluzo, L.G.M. & Almeida, J.G.** 2002. “Depois da Queda”. Rio de Janeiro, RJ: Civilização Brasileira.
- Castro, A.B. & Proença, A.** 2001. “Novas Estratégias Industriais: Sobrevida ou Inflexão?”. In Velloso, J.P.R. (Org.) “Como Vão a Desenvolvimento e a Democracia no Brasil?”. Rio de Janeiro, RJ: José Olympio.
- Castro, A.B.** 2001. “A Reestruturação Industrial Brasileira nos Anos 90. Uma Interpretação”. Revista de Economia Política, vol 21, no. 3 (83), p. 3-26.

- Castro, A.B.** 2002. “O Segundo Catch Up Brasileiro. Características e Limitações”. Mimeografado.
- Cerqueira, L.F.** 2002. “On Brazilian Recent Currency Crisis”. Publicado nos Anais do Seventh International Post Keynesian Conference, 2002.
- Cysne, R.P (Org.).** 1998. “Plano Real Ano a Ano”. Vol.1. Rio de Janeiro, RJ: Ed. Fundação Getúlio Vargas.
- Dantas, A. T.** 1998. “Neoliberalismo e Globalização” - *Revista Archè*, # 20, out., p.183-194.
- Franco, G.H.B.**1995 “O Plano Real e Outros Ensaio”. 2^a. ed. Rio de Janeiro, RJ: Francisco Alves.
- Giambiagi, F. & Além, A.C.** 1999. “Finanças Públicas: Teoria e Prática no Brasil”. Rio de Janeiro, RJ: Campus.
- Haguenauer, L.; Markwald R. e Pourchet, H.** 1997. “Estimativas do valor da produção industrial e elaboração de coeficientes de exportação e importação para a indústria brasileira (1985/96)”.— Rio de Janeiro: FUNCEX, out. 1997. mimeo. Versão Preliminar.
- Magalhães, J.P. A. et alli (Org.).** 1999. “Vinte Anos de Política Econômica”. Rio de Janeiro, RJ: Contraponto.
- Miranda, J. C.** 2000. “Abertura Comercial, Reestruturação Industrial e Exportações Brasileiras na Década de 1990”.- Rio de Janeiro: IPEA, out. 2001 (Texto para Discussão, n . 829);

Moreira, M. M. e Correa, P. G. 1996. “Abertura comercial e indústria: o que se pode esperar e que se vem obtendo”.— Rio de Janeiro: BNDES, out. 1996. (Texto para Discussão, n . 49)

Serrano, F. 1988. “Tequila ou Tortilla? Notas sobre a Economia Brasileira nos Anos 90”Archetypon, ano 6, n 18 set/dez 1998.