



1290001490



TCC/UNICAMP P655c



UNICAMP

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA
CE 851 B – MONOGRAFIA II**

CRISE CAMBIAL DE 1998/ 1999 NO BRASIL:
**DETERMINANTES PARA O REGIME DE POLÍTICA ECONÔMICA E
PARA O CRESCIMENTO ECONÔMICO**

Aluna: Alexandra Faleiros Pinheiro

Orientador: Dr. Paulo Roberto Davidoff C. Cruz

Examinador: José Pedro Macarini

Paulo Roberto Davidoff C. Cruz

Campinas, Dezembro de 2004

TCC/UNICAMP
P655c
IE/1490

CEDOC/IE

Dedico este trabalho aos meus grandes amores: minha família e Ricardo Kengi.

AGRADECIMENTOS

Agradeço em primeiro lugar a Deus pela conclusão deste trabalho e conseqüentemente a conclusão do meu curso de graduação em uma das melhores faculdades de Ciências Econômicas do país. Com certeza Ele esteve presente nesta longa caminhada que exigiu muito esforço e dedicação.

Aos meus pais que sempre colocaram como objetivo da família a minha educação e formação assim hoje tenho certeza que uma parcela do nosso sonho se torna realidade. Só nós sabemos o que enfrentamos juntos para aqui chegar. Vocês são para mim uma fonte de força e sabedoria, um aconchego nas horas mais difíceis, possuem as palavras certas para todos os momentos.

Ao meu irmão Frederico que com a sua juventude, alegria e brincadeiras conseguiu me contagiar na elaboração deste trabalho.

Ao meu amor, Ricardo Kengi, que marcou definitivamente a minha vida em 2004. O seu amor, carinho e compreensão me incentivaram na realização desta monografia. Foi a primeira pessoa para qual contei o tema do trabalho. Quanto conversamos sobre estes capítulos. Agradeço também a sua ajudinha para chegar nas reuniões com o professor Davidoff.

Aos meus amigos da Unicamp, em especial Josevaldo, Letícia e Bruna, que foram presenças marcantes durante todo o meu curso de graduação. Esses amigos sabem como mudei nestes cinco anos e como eles foram essenciais para este processo de amadurecimento.

Ao professor Davidoff que aceitou me orientar neste trabalho. Com toda a sua competência e seriedade tornou possível o meu projeto inicial.

Por fim, quero agradecer a Almira e a turma do Daniel por toda atenção e paciência dispensadas nestes anos de curso.

Alexandra Faleiros Pinheiro

SUMÁRIO

RESUMO.....	4
INTRODUÇÃO.....	6
CAPÍTULO I: O PROCESSO DE ABERTURA FINANCEIRA NO BRASIL NA DÉCADA DE 90.....	8
1.1. Contexto da abertura financeira no Brasil na década de 90.....	8
1.2. Mudanças no marco regulatório relativo aos fluxos de capitais.....	13
1.3. Os resultados da abertura financeira e o Plano Real.....	16
<i>1.3.1. A situação fiscal.....</i>	<i>17</i>
<i>1.3.2. A situação monetária.....</i>	<i>20</i>
<i>1.3.3. As dificuldades iniciais do Plano Real.....</i>	<i>22</i>
CAPÍTULO II: A CRISE CAMBIAL BRASILEIRA DE 1998/1999.....	25
2.1. Os determinantes da crise.....	25
2.2. Descrição da crise.....	30
2.3. O Acordo inicial com o FMI.....	32
<i>2.3.1. As imposições para a Política Fiscal.....</i>	<i>34</i>
<i>2.3.2. As imposições para o setor externo.....</i>	<i>37</i>
<i>2.3.3. As imposições para a Política Monetária.....</i>	<i>37</i>
CAPÍTULO III: VULNERABILIDADE EXTERNA E CRESCIMENTO ECONÔMICO.....	39
3.1. Desempenho da economia brasileira no período 1999/2003.....	40
3.2. O FMI e a política econômica do período 1999/2002.....	46
<i>3.2.1. A recuperação econômica pós crise cambial: 1999-2000.....</i>	<i>47</i>
<i>3.2.2. Crise cambial no regime flexível: 2001-2002.....</i>	<i>49</i>
3.3. O FMI e a política econômica do governo Lula.....	51
<i>3.3.1. Breve análise do primeiro ano do Governo Lula.....</i>	<i>52</i>
<i>3.3.2. Renovação do acordo com FMI em 2005.....</i>	<i>56</i>
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	61
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	63

Resumo

Esta monografia buscará captar os efeitos e/ ou as conseqüências da crise cambial de 1998/ 99 na economia brasileira, ou seja, como a vulnerabilidade externa traz obstáculos para o crescimento nacional sustentado (estrangulamento externo). Após a crise cambial em questão, o FMI retorna à economia brasileira e impõe o seu receituário de políticas restritivas. Adota-se um novo regime de política econômica pautado em metas de inflação e metas de superávit primário.

Palavras-chaves: Abertura financeira, Câmbio, Investimentos de portfólio, Crescimento econômico sustentado, Vulnerabilidade externa.

“O capital é como água, sempre flui por onde encontra menos obstáculos.”

Delfim Neto

“José Dirceu pronunciou um discurso que nem Pedro Malan faria...”

Olavo Setúbal

“É indispensável, entretanto, promover uma reorientação da política econômica. Essa reorientação não será possível sem tomar distância dos preconceitos e dos grupos de interesse que comandaram a formulação da política econômico-financeira no Brasil desde o início dos anos 90.”

Paulo Nogueira Batista Jr.

Introdução

A partir da década de 90 os países periféricos são incentivados a iniciarem uma ampla abertura de suas economias tanto na área financeira quanto comercial. Este processo está inserido em um contexto de mudanças internacionais e é fortemente impulsionado pela visão liberal de organismos multilaterais como o FMI e o Banco Mundial.

No Brasil o processo de abertura foi iniciado no Governo Collor e aprofundado nos governos Franco e Cardoso. As mudanças no âmbito internacional combinadas com a vitória de partidos neoliberais nas primeiras eleições diretas após o golpe de 1964 levaram à adoção de medidas de abertura financeira e comercial bem como a uma redefinição na atuação estatal na economia brasileira.

Com o processo de abertura financeira, tema que nos interessa mais de perto, o governo brasileiro objetivava ampliar o acesso aos mercados de capitais externos o que amenizaria as dificuldades de *funding*, ou seja, de financiamento de longo prazo compatível com a maturação de investimentos produtivos e permitiria o financiamento regular de déficits em transações correntes.

Em 1994 é lançado mais um plano de estabilização, o Plano Real, que, centrado em um particular arranjo câmbio-juros, dependia crucialmente da abertura financeira e comercial implementada no início da década de 1990. O Real conseguiu reduzir rapidamente as taxas de inflação, mas, em contrapartida, gerou baixos índices de crescimento do PIB (2,5% a 3% a.a.). Além disso, o plano foi abalado pelas crises internacionais: México (1995), Leste Asiático (1997) e Rússia (1998).

Ao longo do tempo, foi generalizando-se a percepção de que o regime de câmbio fixo gerava endogenamente um déficit externo considerado excessivo, um desequilíbrio público insustentável e um enorme crescimento da dívida pública em relação ao volume de reservas externas e ao PIB.

No final de 1998 o déficit na conta de capitais é aprofundado, acarretando uma perda de reservas internacionais muito rápida o que leva o país a recorrer ao FMI marcando o retorno dessa instituição à economia brasileira. Após a reeleição de FHC, em janeiro de 1999, o governo é obrigado a flexibilizar o câmbio, aceitar as imposições do Fundo para a

liberação de recursos e implanta-se um novo regime de política econômica baseado em metas de inflação e metas de superávits primários crescentes, o que leva a uma maior austeridade fiscal e a restrições aos investimentos públicos principalmente nas áreas sociais.

O objetivo central desta monografia é analisar como a vulnerabilidade externa impõe obstáculos para o crescimento nacional sustentado. O novo arranjo de política econômica adotado no período 1999/2003 parece manter as restrições ao crescimento, agravadas, agora, pelo rigor das metas fiscais e inflacionárias.

Este relatório está organizado da seguinte forma: no capítulo 1 analisaremos o processo de abertura financeira no Brasil iniciado no governo Collor e aprofundado no governo FHC. O Plano Real, baseado em câmbio fixo, aproveitou do aumento no nível de reservas internacionais advindo da abertura financeira em um contexto mundial de abundância de fluxo de capitais para economias emergentes. No capítulo 2 abordaremos o contexto externo do final da década de 1990 (a redução de fluxo de capitais para economias emergentes), o regime de política econômica adotado no Brasil no período, vulnerabilidade das contas externas, o panorama do setor público, o cenário político (eleições de 1998). Buscamos captar os acontecimentos do final de 1998 até os primeiros dias de 1999 que levaram a flexibilização do regime cambial. Aqui pretendemos também analisar o acordo com FMI ressaltando seus termos, valores e exigências de mudança no regime de política econômica. No capítulo 3, faremos um panorama geral da economia de 1999/2003 e mostraremos a influência do FMI tanto no segundo governo FHC quanto na política econômica do governo Lula, ou seja, o continuísmo em um governo eleito com bandeiras oposicionistas.

E finalmente, as considerações finais apontam para os possíveis caminhos que levariam a retomada do crescimento econômico sustentado e redução da vulnerabilidade externa.

Capítulo I: O processo de abertura financeira no Brasil na década de 90

O objetivo central deste primeiro capítulo é a análise da retomada dos fluxos de capitais para o Brasil no início da década de 90 devido a mudanças tanto no âmbito internacional como interno, com destaque para o processo de abertura financeira proposto no governo Collor.

A compreensão das características da abertura financeira brasileira é importante para esta monografia, pois a fragilidade externa demonstrada na crise de 1998/ 1999 teve a sua origem vinculada a este processo, notadamente no tocante do tratamento dado aos capitais de curto prazo.

O sub-capítulo 1.1 aborda o contexto no qual foi processada a abertura financeira brasileira na década de 90 ressaltando o ambiente internacional e os fatores políticos internos. A seção seguinte expõe as mudanças no marco regulatório que visaram atrair fluxos de capitais para o país. E, por último, o sub-capítulo 1.3 relaciona os resultados da abertura financeira e a implantação do Plano Real.

1.1. Contexto da abertura financeira no Brasil na década de 90

A abertura financeira no Brasil na década de 90 está inserida em um cenário de mudanças internacionais e nacionais. Existem duas correntes de economistas que atribuem diferentes pesos para essas mudanças na explicação do processo de abertura financeira dos países da América Latina. A interpretação predominante nos organismos financeiros internacionais ressalta a importância das mudanças estruturais internas para o crescimento dos fluxos de capitais voluntários como a adoção de políticas restritivas na área fiscal e monetária e a renegociação da dívida externa nos moldes do Plano Brady (Margarido, 1997).

Uma segunda interpretação aponta os fatores externos como determinantes para a retomada do fluxo de capitais para América Latina enfatizando a predominância dos capitais de curto prazo. A visão aborda uma sucessão de ciclos de escassez e abundância de liquidez internacional para os países periféricos. Os países como o México e Chile são

exemplos desta visão pois em meados da década de 80 apresentavam políticas fiscais e monetárias austeras mas não recebiam fluxo de capitais; em contrapartida citam alguns países como o Brasil que na década de 90 passavam por grandes instabilidades macroeconômicas e, mesmo assim, receberam capitais (*idem*).

Esta visão atenta que as instituições financeiras e os aplicadores, em busca de maiores retornos, abandonam a segurança da economia norte-americana com baixas taxas de crescimento do PIB real e de juros conforme verificado nas tabelas 1 e 2 para direcionar suas aplicações a países periféricos. Tais autores observam elevações nas taxas de juros praticadas nos países desenvolvidos levaria a uma reversão dos fluxos de capitais (*ibidem*).

Tabela 1
 Taxas de Crescimento do PIB Real
 Países Desenvolvidos, 1983 – 1996
 % ao ano

Ano	EUA	Alemanha	Japão	Reino Unido	França	Itália
1983	3,9	1,9	2,7	3,7	0,7	1,0
1984	6,2	3,1	4,3	2,3	1,3	2,7
1985	3,2	1,8	5,0	3,8	1,9	2,6
1986	2,9	2,2	2,6	4,3	2,5	2,9
1987	3,1	1,5	4,1	4,8	2,3	3,1
1988	3,8	3,7	6,2	5,0	4,4	4,1
1989	3,4	3,6	4,8	2,2	4,3	2,9
1990	1,3	5,7	5,1	0,4	2,5	2,1
1991	-1,0	0,7	4,0	-2,0	0,8	1,1
1992	2,7	1,8	1,1	-0,5	1,2	0,6
1993	2,2	1,0	0,1	2,1	-1,3	-1,2
1994	3,5	2,8	0,5	3,8	2,8	2,1
1995	2,0	1,9	0,9	2,4	2,2	3,0
1996	2,4	2,2	3,6	2,4	1,3	0,8

Fonte secundária: Margarido (1997:24)

Tabela 2
 Taxas de Juros:
Prime Rate X Federal Funds Rate
 1983 – 1999

Ano	<i>Prime Rate</i> (%)	<i>Federal Funds Rate</i> (%)
1983	10,79	9,09
1984	12,04	10,23
1985	9,93	8,10
1986	8,33	6,81
1987	8,21	6,66
1988	9,32	7,57
1989	10,87	9,21
1990	10,01	8,10
1991	8,46	5,69
1992	6,25	3,52
1993	6,00	3,02
1994	7,15	4,21
1995	8,83	5,83
1996	8,27	5,30
1997	8,44	5,46
1998	8,35	5,35
1999	8,00	4,97

Fonte secundária: Economic Report of the President (2000:390)

Os países periféricos são obrigados a criar mecanismos que amenizam os riscos para investidores externos oferecendo flexibilidade e modernidade para as suas aplicações. Ao mesmo tempo, as mudanças internas exigidas pelo mercado internacional para atrair fluxo de capitais reduzem a autonomia das políticas econômicas adotadas e o regime cambial vigente.

Carneiro assinala a presença de quatro tipos de fluxos de capitais quanto à volatilidade: os empréstimos de longo prazo, os investimentos diretos externos (I.D.E.), os investimento de portfólio e os empréstimos de curto prazo.

“(...) A teoria convencional sugere que os fluxos que guardam independência da situação de balanço de pagamentos do país receptor e que buscam rentabilidade de longo prazo são menos voláteis do que aqueles que se movem pelo diferencial de juros de curto prazo e que, em geral, estão associados ao sinal do balanço de pagamentos.” (Carneiro, 2002: 242)

É necessário assinalar dois casos distintos de inserção no processo de globalização da década de 90: Ásia e América Latina. Os fatores principais para esta diferenciação residem na composição dos investimentos e no papel desempenhado pelos países líderes de cada região. Na Ásia, predominou o I.D.E. e uma integração produtiva e a propagação do desenvolvimento entre Japão, Tigres Asiáticos e Asean – 4 conhecido como o paradigma dos gansos voadores. Já na América Latina, os Estados Unidos direcionaram investimentos de portfólio. Além disso, ocorreu uma integração em atividades produtoras de serviços e *nontradables* que não geram bens exportáveis e em contrapartida aumentam a remessa de divisas para exterior aprofundando a dependência dos países em desenvolvimento na América Latina. (Medeiros, 1997).

Aproximando-se do foco de estudos deste trabalho apresentaremos algumas particularidades do Brasil no início da década de 90.

O país passava pela consolidação do processo de democratização e estabelecimento de um novo padrão hegemônico dominante de caráter liberal. Fernando Collor de Melo assume o poder nas primeiras eleições diretas pós-regime militar implantando medidas liberais como amplo processo de abertura financeira e comercial, privatizações de estatais e integração regional (formação do MERCOSUL) (Sallum Jr, 2003). Biancareli (2003) cita economistas como Simonsen e Langoni que colocam a abertura comercial e financeira como as principais vias para a modernização e dinamização do país. Já outros economistas pertencentes à corrente mais crítica percebiam que o isolamento do país seria impossível, mas apontam para a necessidade de direcionar os capitais para grandes projetos de desenvolvimento. Indicavam a necessidade de adotar uma postura cautelosa diante da entrada de capital especulativo.

A abertura comercial estava baseada na retirada de licenças e barreiras não tarifárias à importação e a redefinição de políticas alfandegárias (para o presidente e sua equipe econômica a abertura comercial seria um impulso para a modernização das empresas nacionais devido a forte concorrência) (Carneiro, 2002). Já a abertura financeira privilegiou a entrada de investidores estrangeiros de portfólio no mercado local, a emissão de títulos brasileiros no exterior e o aprofundamento da conversibilidade da conta de capital.

Vale ressaltar que o “Consenso de Washington” indicava uma liberalização da conta de capitais como uma das últimas fases da abertura econômica do país após consolidadas a abertura comercial, a estabilidade monetária e o ajuste fiscal. Porém no Brasil estas condições ainda estavam sendo geradas o que, segundo essa visão, colocava em risco o sucesso da liberalização da conta de capitais e aumentava a fragilidade do país. A linha crítica representada, entre outros, por trabalhos de Akyüz, Griffith-Jones, CEPAL, UNCTAD confirmavam esta preocupação com a liberalização precipitada que poderia resultar em reversão abrupta de fluxos com conseqüências semelhantes à crise da dívida. A saída de capitais é incentivada pelo diferencial de taxa de juros dos mercados combinada com a facilidade dos instrumentos financeiros que possibilitam rápidas transações (Biancareli, 2003).

Os dados da tabela 3 ilustram que os investimentos de portfólio e os empréstimos de CP predominaram no fluxo de capitais de 1992 a 1997. Isto evidencia a fragilidade da abertura financeira no Brasil e as futuras dificuldades de manutenção do Plano Real em um cenário abalado por crises financeiras (dificuldades para a manutenção artificial da paridade moeda nacional-dólar que resultava em estabilidade de preços)¹.

¹ Em 1998 o aumento dos empréstimos de longo prazo e I.D.E. estão vinculados ao processo de privatizações de empresas estatais de infra-estrutura como, por exemplo, a privatização do setor de telecomunicações.

Tabela 3

Movimento de capitais (itens selecionados) 1992-2000

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Movimento Bruto (US\$)									
Portfólio	3.863	15.352	25.142	24.838	26.078	39.552	31.380	18.293	19.635
IDE	1.325	954	2.356	4.778	9.644	17.879	28.480	31.362	33.597
Empréstimos de LP	7.004	9.726	9.785	13.292	21.014	23.564	63.502	43.447	41.896
Empréstimos de CP	18.346	24.358	28.161	29.656	35.773	32.196	23.047	23.291	24.842
Total	30.538	50.390	65.444	72.564	92.509	113.191	146.409	116.393	119.970
Movimento Bruto (%)									
Portfólio	13	30	38	34	28	35	21	16	16
IDE	4	2	4	7	10	16	19	27	28
Empréstimos de LP	23	19	15	18	23	21	43	37	35
Empréstimos de CP	60	48	43	41	39	28	16	20	21
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Empréstimos de CP abrange linhas de crédito de CP e obrigações de bancos comerciais

Fonte secundária: Carneiro (2002:275)

Na próxima seção abordaremos as mudanças no marco regulatório relativo ao fluxo de capitais na década de 90.

1.2. Mudanças no marco regulatório relativo ao fluxo de capitais

Antes de iniciar uma análise do caso específico brasileiro, vale destacar a existência de três níveis de abertura financeira: *inward transactions*, *outward transactions* e conversibilidade interna da moeda. O primeiro nível, *inward transactions*, refere-se à entrada de não residentes no mercado financeiro doméstico e captação de recursos externos pelos residentes (entrada de capitais). *Outward transactions* engloba as transações de saída de capital do país como posse de ativos externos, transferência de capital por parte dos residentes, emissão de passivos e endividamento de não residentes no mercado doméstico. O último nível permite créditos e débitos entre residentes em moeda estrangeira (Prates, 1999).

No Brasil, as mudanças no marco regulatório atingiram de forma significativa apenas o primeiro nível uma vez que foram retirados entraves para os investimentos de portfólios (títulos de renda fixa e ações). As vias utilizadas para ampliar as transações com os agentes externos foram a criação do anexo IV e as contas CC-5.

Segundo Prates (1999), os investimentos de portfólio no Brasil são diferenciados pelo tipo de investimento utilizado (entrada direta ou fundos de investimento), pela composição da carteira (renda fixa e ou variável) e pelo segmento do mercado de câmbio pelo qual são realizadas as transações financeiras (comercial ou fluante).

Em 1991 pela Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) n.º 1.832/91 foi criado o Anexo IV à Resolução n.º 1.289/87 (a Resolução 1.289/87 estabelece normas para investimentos estrangeiros em títulos e valores mobiliários de companhias abertas). O anexo IV não está sujeito a critérios de composição, capital mínimo inicial e período de permanência. Permite a entrada direta de investidores institucionais estrangeiros no mercado acionário doméstico como fundos de pensão, companhias de seguro, instituições financeiras estrangeiras, fundos de investimentos constituídos no exterior etc. (Prates, 1999).

Foram criados também no Brasil quatro fundos de investimentos. Em 1991, constituiu-se o Fundo de Privatização-Capital Estrangeiro destinado à compra de ações de empresas em processo de privatização e de moedas de privatização. Em 1993, cria-se o Fundo de Renda Fixa-Capital Estrangeiro (FRFCE) para aplicações conjuntas em renda fixa. E finalmente em 1996 o quadro se completa com o surgimento de mais duas opções para investimentos estrangeiros os “Fundos de Investimentos em Empresas Emergentes” e os Fundos de Investimentos Imobiliário (específico para o setor de Imóveis) (*idem*).

A partir de 1996, todas as operações de ingresso de capitais, reaplicações e resgates de investimentos de portfólio são registradas no SISBACEN.

Além das operações pelo anexo IV (câmbio comercial), os investidores poderiam utilizar as contas CC-5, contas de não-residentes no mercado de câmbio fluante. Em 1994, essas contas foram vistas como um meio para a entrada de fluxos de “*hot money*” no país uma vez que as aplicações no FRFCE estavam sujeitas à incidência de IOF. Com esta

percepção em 1995 o governo impõe IOF e CPMF sobre as movimentações. No ano seguinte, são acrescentadas mais restrições legais para inibir remessas ilegais (Prates, 1999)

Prates (1999: 28) faz uma observação importante sobre as transações na CC-5 e os regimes cambiais:

“É importante mencionar que a tramitação dos fluxos mais especulativos pelo segmento de câmbio flutuante poderia ter contribuído para ampliar o raio de manobra da autoridade econômica em situação de reversão desses fluxos (que podem resultar em crises cambiais), se o Banco Central não tivesse adotado, a partir de 1992, a estratégia de evitar ‘descolamento’ das cotações nos segmentos livre e flutuante, mediante intervenções freqüentes nesses dois segmentos. Essa estratégia resultou na queda do ágio entre a taxa de câmbio comercial e a flutuante e, assim, tendeu a unificar as cotações. Dessa forma, pressões sobre as cotações do câmbio flutuante acabam contaminando, via expectativas dos agentes econômicos, o mercado de câmbio comercial, pelo qual são cursados os fluxos comerciais e financeiros mais estratégicos para a economia (exportação e importação de bens, pagamentos de ‘serviços fatores’, empréstimos externos, investimentos diretos).”

A unificação de fato das taxas de câmbio em 1999 reduziu ainda mais o raio de manobra para possíveis implantações de restrições de capital (por exemplo, imposição de tarifas para fluxos a regime cambial flutuante).

A abertura financeira e a participação de investidores estrangeiros nas Bolsas de Valores, principalmente na Bovespa, contribuíram para o crescimento dos valores negociados e capitalização do mercado, mas não trouxeram resultados positivos para o financiamento das empresas pela emissão de ações. Os negócios na Bovespa se mostraram concentrados nas ações de empresas estatais que seriam privatizadas como Telebrás, Eletrobrás, Petrobrás e Companhia do Vale do Rio Doce (CVRD). Estas ações ganharam a preferência dos investidores, pois os recursos poderiam ser realocados rapidamente com menores perdas de capital.

Entre 1990 e 1995, a Bovespa apresentou melhor desempenho comparado aos países emergentes pelo índice *International Financial Corporation* (IFC) conforme demonstrado na tabela 4.

Tabela 4
Evolução do índice IFC (1990 –95)

Mercados	Índice IFC
Argentina	350
Brasil	679
Chile	340
México	51
Malásia	85
Filipinas	86
Tailândia	104
Venezuela	181

Fonte secundária: Prates (1999:45)

1.3. Os resultados da abertura financeira e o Plano Real

Esta última seção mostrará como a abertura econômica e, principalmente, a abertura financeira que possibilitou uma grande entrada de capitais foram condições principais para a implantação do Plano Real. O Plano Real propunha a estabilização dos preços baseada em uma âncora cambial, ou seja, o governo, por um período, se comprometeria a manter a paridade entre a moeda nacional e o dólar (Carneiro, 2002). A manutenção do câmbio fixo eliminaria o aumento de preços de bens transacionáveis com o exterior existindo convergência entre a inflação doméstica e a internacional.

Para a adoção de uma âncora cambial são necessárias condições adequadas de financiamento do balanço de pagamentos e do setor público. Em 1994, a primeira condição parecia estar assegurada no Brasil devido ao contexto de abertura financeira combinado com ambiente externo favorável que provocaram a entrada de capitais estrangeiros com ampliação do valor das reservas internacionais. Para a manutenção de reservas internacionais em nível elevado o que evitaria dúvidas sobre a paridade da moeda foram exigidas altas taxas de juros uma vez que os fluxos de capitais que se direcionaram para o Brasil, conforme visto, eram voláteis formados, principalmente, por investimentos de

portfólio e empréstimos de curto prazo (Carneiro, 2002). Já a redução do déficit público estava sendo perseguida moderadamente através do Programa de Ação Imediata (P.A.I.).

No final de 1992, Itamar Franco assume o governo e em maio de 1993, FHC é escolhido para o Ministério da Fazenda. Na década de 80 os vários ministros que passaram pela Fazenda tentaram eliminar a trajetória ascendente da inflação, mas sem sucesso e em 93, ano em questão, era apontada uma inflação de aproximadamente 30% a.m..

Diferente dos outros planos, o Plano Real não se utilizou de elementos surpresas como congelamento de preços ou confisco financeiro e anunciava com antecedência as suas medidas para o combate da inflação. Bacha (1998: 33) resume estas idéias:

“(..). A idéia era conquistar a confiança da população na promessa de uma estabilização ‘sem choque, sem congelamento e sem confisco’, repetida ad nauseam pelo Ministro da Fazenda e sua equipe econômica: fazer apenas o que foi anunciado e anunciar apenas o que seria feito.”

O Plano Real mesmo visto com desconfiança por lideranças do partido do governo, PSDB, e pelo FMI foi anunciado em 7 de dezembro de 1993 e a sua implantação ocorreria em três estágios sendo que basicamente o primeiro estágio estava focado no ajuste fiscal (apontava-se para a necessidade de zerar o déficit operacional) e os outros na reformulação da política monetária com adoção de uma “hiperinflação de laboratório” através da URV. A URV buscava eliminar o componente inercial da inflação impedindo a dolarização da economia (Sallum Jr., 2003).

1.3.1. A situação fiscal

Os desequilíbrios fiscais eram identificados como a causa fundamental da inflação crônica, pois os economistas tradicionais acreditavam que o governo para cobrir os seus gastos elevados poderia recorrer à emissão de títulos públicos (ampliação da dívida pública)² ou a emissão de moeda e este excesso de moeda em circulação acarretava a

² Segundo a teoria das expectativas racionais a emissão de títulos da dívida pública significa uma necessidade de emissão de moedas no futuro o que leva os agentes a anteciparem as suas ações aumentando os preços no momento presente.

elevação dos preços. Outra forma do governo cobrir as suas despesas seria através do aumento dos impostos; a elevação dos impostos geraria uma inflação de custos, pois os produtores repassariam os seus custos maiores para os consumidores.

O objetivo era controlar o orçamento *ex-ante*, seguindo o argumento de que no Brasil ocorria um efeito Oliveira-Tanzi às avessas. De acordo com esse efeito, é menor o déficit orçamentário quando a inflação é baixa, pois os gastos do governo seriam fixos em termos reais e as receitas, nominais. No orçamento brasileiro ocorria o inverso, os impostos eram indexados (isto é, a receita do governo era protegida e mantida em termos reais) e as despesas eram nominais. Portanto, o orçamento era fechado com déficit e dependia da inflação para se equilibrar. Desse modo, a inflação gerava uma “receita” vital para o governo, a qual prestava o tradicional serviço de gerar um imposto inflacionário ao Tesouro Nacional, mas talvez o mais importante era que ela reduzia o gasto real (Bacha, 1997). Assim os agentes percebendo a importância da “receita inflacionária” antecipavam a continuidade da alta inflação. O “ajuste *ex-ante*” visava reverter essas expectativas.

O governo deveria mostrar forte determinação política para combater a inflação e equilibrar o orçamento *ex-ante*, porém havia dificuldade em alterar o Orçamento Federal devido ao grande volume de despesas rígidas direcionadas principalmente ao funcionalismo, previdência social e despesas vinculadas. Assim “a solução” para as contas fiscais demandava um ajuste estrutural de receitas e despesas que exigiria um processo lento de reformas. Diante desta situação a equipe econômica optou por uma linha de menor resistência e propôs adoção de algumas medidas temporárias de ajuste no curto prazo baseadas em cortes profundos no orçamento e alterações no sistema tributário visando o aumento da arrecadação federal (Ramos, 2001).

Os cortes no orçamento só foram possíveis através da aprovação de uma emenda constitucional que validou a formação de um Fundo Social de Emergência (F.S.E.) posteriormente, denominado Fundo de Estabilidade Fiscal (F.E.F.). Com o FSE o governo procurava reduzir as transferências e gastos específicos para estados e municípios e ampliar as receitas do governo. Além disso, a arrecadação federal foi ampliada através do combate à sonegação fiscal, elevação de algumas alíquotas e criação do Imposto Provisório sobre

Movimentação Financeira (IPMF). Em 1996 houve o fim da cobrança do IPMF, mas em 1997 este imposto é reeditado sob forma de contribuição provisória, a CPMF. Os dados da tabela 5 ilustram o crescimento da arrecadação, porém vale ressaltar o caráter precário do mesmo (*idem*)³.

Tabela 5
Participação da CPMF e das Receitas Não-Tributárias na Arrecadação Federal
(R\$ milhões de dez./1998)

	1994	1995	1996	1997	1998
Total Geral da Arrecadação	88.236	100.402	103.952	114.609	133.144
Receitas Administradas pela SRF	85.898	96.738	100.269	108.888	117.782
Demais Receitas *	2.338	3.664	3.682	5.720	15.362
IPMF/CPMF	6.826	194	-	7.199	8.168
Demais Receitas/ Receitas Totais	2,65%	3,65%	3,54%	4,99%	11,54%
IPMF/CPMF/ Receitas Administradas	7,95%	0,20%	-	6,61%	6,93%

* *Receitas não provenientes de tributos ou contribuições, inclusive receitas de concessão.*

Fonte secundária: Ramos (2001:49)

Carneiro (2002: 363) aponta que “a dívida líquida do setor atingiu em 1994 o valor mais baixo da década, menos de 30% do PIB” o que facilitou a implantação de uma nova moeda em julho. Porém durante os primeiros anos do Plano, conforme verificado na tabela 6, a situação fiscal foi bastante prejudicada com a redução do resultado primário e a ampliação do déficit operacional vinculado à trajetória da dívida líquida pública que em 1998 já atingia 42,6% do PIB.

³ Em 1997 a participação das demais receitas era de aproximadamente 5%, em 1998 passa para 11,5% devido ao aumento das receitas extraordinárias do Tesouro. Estas receitas aumentaram pois parte dos recursos do programa de privatização, principalmente, telecomunicações, foram contabilizadas como receita de concessão e utilizadas para financiar os gastos correntes do governo no entanto o mais apropriado seria classificar estes recursos como receita de privatização contribuindo para o abatimento da dívida pública (Ramos, 2001).

Tabela 6

Resultados Primário e Operacional do Governo Federal

(R\$ milhões de dez./1998)

	1994	1995	1996	1997	1998
Receita Total	127.680	149.897	153.456	165.828	185.092
Receita do Tesouro	95.018	109.269	103.428	113.864	138.601
Receita do INSS	32.662	40.628	45.677	46.204	46.491
Receita Líquida *	110.607	126.914	12.334	139.662	157.700
Despesa Total	95.441	120.583	129.124	136.402	152.069
Pessoal e Encargos	34.583	44.425	46.116	44.760	46.174
Benefícios Previdenciários	30.921	40.501	46.427	49.820	53.686
Outros Custeios e Investimentos	30.807	34.927	30.732	35.871	44.205
Outros **	(870)	729	5.850	5.952	8.004
Resultado Primário	15.166	6.331	210	3.260	5.361
Despesa com Juros Reais	10.323	17.016	17.554	13.523	54.136
Resultado Operacional	4.843	(10.685)	(17.344)	(10.263)	(48.775)

* *Receita Total exclusive Transferências a Estados e Municípios*** *Inclui ajuste do FAT, Operações Oficiais de Crédito, Seguro Desemprego, Desap. Reforma Agrária e Fundos Regionais.**Fonte secundária: Ramos (2001:51)***1.3.2. A situação monetária**

A reforma monetária representada pelos estágios 2 e 3 do Plano Real buscava atacar o componente inercial da inflação e criava mecanismos gerais de indexação da economia. O estágio 2 consistia na conversão durante quatro meses (março a junho de 2004) dos contratos e preços em Unidade Real de Valor (URV). A criação da URV foi inspirada em trabalho de Pérsio Arida e André Lara Resende do ano de 1983. A relação entre a URV e a moeda legal (cruzeiro real) oscilava diariamente conforme a inflação, mas a URV mantinha um valor constante em relação ao dólar de 1:1. O valor da URV era estabelecido pelo Banco Central considerando uma média de três índices com um mês de defasagem.

De acordo com Bacha (1998) a segunda etapa do Plano Real visava ajustar os preços relativos mais importantes da economia, pois a existência de contratos indexados com datas de reajustes diferentes implicava uma grande dispersão desses preços a qualquer momento do tempo. A conversão de preços e valores para URV era voluntária, com exceção de salários, aluguéis residenciais, mensalidades escolares e tarifas públicas.

Os salários, aluguéis e mensalidades escolares foram convertidos pela média real do quadrimestre anterior conforme procedimento adotado e criticado em vários outros planos de estabilização como Plano Bresser, Collor e outros. A falta de mobilização do Poder Judiciário e a pequena reação dos sindicatos podem ser atribuídas à introdução da URV que possibilitaria uma atualização diária desses valores, ou seja, os salários eram corrigidos diariamente e pagos mensalmente (Mercadante, 1998).

Antes da conversão da URV em Reais, ocorreram algumas discussões entre os economistas sobre o tempo de duração da URV. Alguns defendiam um período de dois meses para evitar a hiperinflação enquanto outros desejavam a conversão só após as eleições presidenciais quando a economia tivesse condições maduras para a estabilização.

Em julho de 1994, todos os contratos fechados em URV foram convertidos em Reais e o Banco Central se comprometeu em assumir a paridade de R\$ 1,00/ US\$ 1,00 através de uma política cambial conhecida como política cambial de banda assimétrica, ou seja, o Banco Central venderia dólares toda vez que seu valor de mercado alcançasse R\$ 1,00 mas não era obrigado a intervir em níveis inferiores. Essa postura do Banco Central só se mostrou possível devido ao grande volume de reservas acumuladas desde 1992, que, no momento da conversão monetária, em 30 de junho de 1994, somavam aproximadamente US\$ 42,5 bilhões⁴.

A estabilidade monetária inicial foi sustentada devido à sobrevalorização do Real (R\$ 0,84 por dólar)⁵ combinada com abertura comercial que possibilitaram a entrada de produtos importados que pressionaram a produção nacional evitando a elevação de preços, e congelamento de tarifas públicas. Coincidentemente neste período a situação agrícola foi favorável e colaborou para a estabilização do custo de vida. Segundo Mercadante (1998) o INPC caiu de uma taxa mensal de 48,2% em junho para 7,75% em julho e 1,85% em agosto de 1994.

⁴ A troca da URV pelo Real trouxe uma sensação imediata para a maioria da população de queda de inflação e barateamento dos produtos uma vez que a taxa de conversão foi de R\$ 1,00 para CR\$ 2.750,00.

⁵ No período inicial do lançamento do Plano Real, o governo impôs uma taxa de juros elevada na tentativa de conter a expansão da demanda global e atrair capitais. O grande influxo de capitais provocou a valorização do câmbio.

1.3.3. As dificuldades iniciais do Plano Real

A redução da inflação com o Plano Real gerou uma retomada da atividade econômica provocada principalmente pela expansão do crédito, eliminação do imposto inflacionário incidente sobre os salários dos trabalhadores, pela redução da atratividade da poupança como *hedge* contra a variação de preços relativos reais, pela estabilidade da renda real e ainda predominava uma incerteza quanto à estabilidade dos preços e taxa de câmbio o que pode ter contribuído para a antecipação de despesas em consumo e investimento.

Com esse cenário favorável, FHC é eleito presidente nas eleições de 1994 e consegue também uma ampla maioria conservadora no Congresso Nacional que seria um fator essencial para a aprovação de MP's que viabilizariam a execução do Plano.

Antes mesmo da posse de FHC em janeiro de 1995, as economias emergentes da América Latina, principalmente Brasil e Argentina, são abaladas pela crise mexicana, o chamado "efeito Tequila". A crise mexicana foi consequência de uma alta vulnerabilidade das suas contas externas, agravadas pelo cenário eleitoral, que resultaram em brusca desvalorização da moeda, desestabilização econômica e recessão que atingiu 7% do PIB. O México recebe socorro dos Estados Unidos e FMI (Mercadante, 1998).

Com os efeitos da crise mexicana assombrando a economia, o governo brasileiro promove em março de 1995 uma desvalorização de 5,6% do Real em relação ao dólar e adota o regime de bandas deslizantes conhecido como "*crawling peg*". Conjuntamente com a mudança na política cambial, o governo opta por mais restrições na política monetária com aumento do compulsório e dos juros gerando uma crise de crédito e liquidez interna que tiveram como resultados redução da demanda agregada, recessão, inadimplência de consumidores e produtores, crise bancária com a necessidade de socorro do Estado para alguns bancos e aumento do déficit público.

As firmas tiveram as suas dívidas adquiridas durante a fase de expansão do Real ampliadas com a incidência de altos juros combinada com a ampliação da abertura comercial que intensificou a concorrência. Os setores mais afetados foram bens de capital, autopeças, brinquedos, couro, vestuários, têxteis. Já os bancos foram afetados principalmente pelo fim dos ganhos com os impostos inflacionários sobre depósitos à vista,

transferências financeiras e depósitos a prazo. Para evitar uma quebra de bancos o governo criou um programa de reestruturação do setor bancário privado (PROER) com um desembolso aproximado de R\$ 25 bilhões.

Assim este primeiro ano do governo FHC enfrentou duas questões principais: forte crescimento da demanda agregada o que provocou o aumento do déficit em transações correntes com exterior (conforme pode ser verificado na tabela 7) e fuga de capitais causada pela crise mexicana. Para conter estes movimentos o governo adotou uma política monetária e creditícia restritiva com taxas reais de juros elevadas, imposição de restrições quantitativas e tarifárias incidentes sobre alguns itens da pauta de importação como, por exemplo, elevação de 20% para 70% das tarifas de automóveis e eletrodomésticos.

Tabela 7
Balço de Pagamentos 1993 –1995
(US\$ milhões)

Discriminação	1993	1994	1995
TRANSAÇÕES CORRENTES	-676	-1.811	-18.384
Balça comercial (FOB)	13.299	10.466	-3.466
Exportação de bens	38.555	43.545	46.506
Importação de bens	-25.256	-33.079	-49.972
Serviços	-5.246	-5.657	-7.483
Transferências unilaterais correntes	1.602	2.414	3.622
CONTA CAPITAL E FINANCEIRA	10.495	8.692	29.095
Conta capital	83	174	352
Conta financeira	10.412	8.518	28.744
Investimento Direto (líquido)	799	1.460	3.309
Empréstimo e financiamento CP (líquido)	-190	-1.095	-872
ERROS E OMISSÕES	-1.111	334	2.207
RESULTADO DO BALANÇO	8.709	7.215	12.919

Fonte: Banco Central do Brasil

No primeiro ano do Plano Real o Brasil vencia a inflação, no entanto o crescimento sustentado do PIB ainda era um desafio para o novo governo que argumentava que as condições estavam sendo gestadas nesta fase de transição e no longo prazo ocorreria crescimento econômico com estabilidade. A tabela 8 expõe alguns indicadores que resumem a ampliação da vulnerabilidade externa com a implantação do Plano Real.

Tabela 8
Indicadores de Vulnerabilidade Externa (1995-2000)

Indicador	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Dívida externa total / exportações	3,42	3,77	3,77	3,8	4,7	5,0
Dívida externa líquida / exportações	2,0	2,1	2,5	3,6	4,0	3,5
Dívida externa total / PIB (%)	22,5	23,2	24,8	29,8	30,4	29,7
Dívida externa líquida / PIB (%)	18,5	18,1	18,3	25	38,6	34
Serviço da dívida / exportações	0,46	0,57	0,81	0,97	1,3	0,73
Serviço da dívida / PIB (%)	3,0	3,5	5,3	6,2	7,9	6,8
Pagamento de juros / exportações	0,17	0,20	0,19	0,23	0,31	0,27
Pagamento de juros / PIB (%)	11,6	12,6	12,8	15,1	19,1	18,3
Reservas internacionais / dívida total	0,32	0,33	0,26	0,19	0,15	0,14
Reservas internacionais / serviço da dívida	2,4	2,2	1,2	0,9	0,57	0,8
Reservas internacionais / juros pagos	6,31	6,13	5,02	3,74	2,38	2,26
Saldo em conta corrente (% PIB)	-2,55	-2,98	-3,86	-4,33	-4,38	-4,13
Saldo em conta corrente / exportações	-38,2	-50,9	-61,1	-66,7	-52,5	-46,1
Reservas internacionais / exportações	111	125	98	87	75	59

Fonte: Boletim do Banco Central

O próximo capítulo fará uma análise detalhada da crise de 1998/1999 e suas consequências iniciais para o regime de política econômica e crescimento econômico sustentado.

Capítulo II: A crise cambial brasileira de 1998/1999

Conforme verificado no Capítulo 1 com a contenção dos efeitos da crise mexicana na economia brasileira, o país passou por um breve período de aparente estabilidade nos fluxos de capital durante o qual aumentaram os déficits em transações correntes devido ao câmbio sobrevalorizado. Os fluxos de capitais eram sustentados com elevadas taxas de juros que inibiam o investimento privado e desorganizavam as finanças governamentais. Alguns autores como Delfim Netto (1998) definiram esse cenário como “armadilha do crescimento”.

O Plano Real se apoiava em uma crença otimista quanto ao comportamento do mercado financeiro (fluxos constantes de capitais estrangeiros para o país devido a altas taxas de retorno ao investidor), porém as crises internacionais de México (1994), Ásia (1997) e Rússia (1998), respectivamente alteram as expectativas dos investidores internacionais e provocaram grande instabilidade no sistema monetário acarretando grandes perdas de reservas internacionais que afetaram uma das bases de sustentação do Plano Real.

Com a perda das reservas, torna-se complicada a manutenção da paridade real-dólar. Já em novembro de 1998, o FMI propõe uma intervenção na economia brasileira. A situação foi agravada devido à tentativa de reeleição de FHC que evitou adotar qualquer tratamento de choque em ano eleitoral. Já em janeiro de 1999, logo após a reeleição de FHC, houve uma desvalorização da moeda e adoção de regime de câmbio flexível. Vale ressaltar que houve uma mudança no regime de política econômica sem que tenha sido desmontada a armadilha do crescimento sustentado. A retomada do crescimento sustentado da economia é também um dos problemas enfrentados pelo atual governo. Todos estes acontecimentos serão aprofundados neste capítulo.

2.1. Os determinantes da crise

A crise cambial brasileira em 1998/1999 está inserida em um contexto mais amplo de crises financeiras em outras economias tanto de países desenvolvidos como de países em desenvolvimento. Estas crises possuíram algumas características comuns como

liberalização da economia, especialmente do sistema financeiro e da conta capital, expectativas de ganhos de capital associados a esta liberalização, elevado aumento do diferencial de juros que atraíram fluxos de capitais de curto prazo (conhecidos como “*hot money*”). Em alguns países, como o Brasil, estes fluxos de capitais foram utilizados para favorecer a manutenção de um câmbio quase-fixo (“*crawling peg*”) que trouxe uma rápida estabilização de preços, mas no final da década de 90 quando ocorreu a reversão do fluxo de capitais, as economias passaram por um período de forte instabilidade cambial. Prates (2002: 110) observa:

“(...) as crises financeiras dos países ‘emergentes’ foram geradas endogenamente a partir da absorção de intensos fluxos de capitais, que resultou na emergência de situações de fragilidade macroeconômica e financeira doméstica.”

O governo brasileiro na tentativa de conter alguns efeitos negativos do fluxo de capitais na economia como valorização cambial e expansão monetária utilizou a intervenção esterilizadora. A esterilização consiste em absorver os impactos de uma política monetária expansionista em um mercado de câmbio controlado através da venda de títulos públicos (em alguns casos há emissão de títulos indexados à taxa de câmbio). Esta postura do governo causou a explosão da dívida pública como mostram os dados da tabela 9 e também não conseguiu evitar a valorização cambial que acarretou déficit na conta corrente.

Tabela 9
Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)

Composição	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Dívida Interna	17,6	21,8	27,0	26,7	31,8	32,7
Governo Federal	3,0	6,6	12,0	13,3	16,8	16,8
Obrigações	11,6	15,5	21,4	28,3	35,5	37,7
Ativos	-8,6	-8,9	-9,4	-15,0	-18,7	-20,9
Estados e Municípios	9,5	10,3	11,1	12,5	13,7	14,7
Empresas Estatais	5,1	4,9	3,9	0,9	1,3	1,2
Dívida Externa	8,4	5,5	3,9	4,3	6,3	9,9
Governo Federal	6,2	3,5	1,6	1,9	4,3	7,6
Estados e Municípios	0,3	0,3	0,4	0,5	0,7	0,9
Empresas Estatais	1,9	1,7	1,9	1,9	1,3	1,4
Dívida Total	26,0	27,3	30,9	31,0	38,1	42,6
Governo Federal	9,2	10,1	13,6	15,2	21,1	24,4
Estados e Municípios	9,8	10,6	11,5	13,0	14,4	15,6
Empresas Estatais	7,0	6,6	5,8	2,8	2,6	2,6

Fonte secundária: Averbug & Giambiagi (2000:12)

A crise brasileira teve algumas semelhanças com a crise mexicana uma vez que tratam-se de crises do balanço de pagamentos vinculadas a uma estratégia de inserção da economia nacional na globalização financeira porém a crise cambial no Brasil é um caso particular das crises dos países “emergentes” pois não foi acompanhada de crise bancária. A crise bancária foi evitada devido principalmente à regulamentação feita pelo governo em novembro de 1995 do Programa de Estímulo a Reestruturação do Sistema Financeiro Nacional (PROER), do seguro de depósito e a ampliação das intervenções do Banco Central em instituições com problemas de solvência. No período, o Banco Nacional foi absorvido pelo Unibanco e o Bamerindus pelo HSBC (Prates, 2002).

Alguns autores da linha tradicional procuram destacar diferenças entre a crise do Brasil e a crise do Sudeste Asiático associando a nossa crise mais a fatores externos do que estruturais. Averbug & Giambiagi (2000: 11) apontam duas causas fundamentais:

“(...) O primeiro foi o choque adverso dos preços relativos: entre janeiro de 1997 a janeiro de 1999 – quando ocorreu a desvalorização – o índice de preços dos produtos básicos e semimanufaturados exportados pelo Brasil caiu 15% e 17%, respectivamente. O segundo foi o fechamento dos mercados internacionais de crédito, após a crise da Rússia, em agosto de 1998. A estratégia brasileira pressupunha que o país teria tempo para fazer os ajustes necessários, enquanto o resto do mundo financiava um desequilíbrio

temporariamente elevado do Balanço de Pagamentos. O choque de preços fez o desequilíbrio se tornar ainda maior. A crise russa, por sua vez, significava que o tempo havia se esgotado.”

Já a visão heterodoxa aponta para o agravamento desde 1997 dos déficits gêmeos, transações correntes e contas públicas que evidenciam a vulnerabilidade do país. Farhi (2001: 64) aponta que “a crise internacional podia intensificar as reações, mas as questões internas as ditavam.” Os dados das tabelas 10 e 11 demonstram a situação descrita.

Devido ao agravamento da situação externa com a crise asiática, o governo brasileiro poderia ter mudado a política econômica vigente, porém FHC às vésperas da eleição preferiu manter a mesma postura (“populismo cambial”) apenas com alguns ajustes na área fiscal e uma pequena desvalorização cambial, ou seja, a opção foi pelo gradualismo:

“(…) Utilizando uma metáfora mencionada freqüentemente, pode-se dizer que o Brasil mudou a rota do Titanic, mas que essa mudança, tendo sido lenta e tardia, não foi suficiente para evitar que o ‘navio’ colidisse com o iceberg – no caso, a crise externa” Averbug & Giambiagi (2000: 13).

Tabela 10
Brasil – Transações Correntes 1990 – 1999 (US\$ Bilhões)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
1- Balanço Comercial	10.752	10.579	15.239	13.117	10.843	-3.353	-5.556	-8.365	-6.591	-1.198
Exportações	31.414	31.620	35.793	38.597	43.544	46.506	47.747	52.989	51.140	48.011
Importações	20.661	21.041	20.554	25.480	32.701	49.859	53.303	61.354	57.731	49.209
2- Serviços	-15.369	-13.542	-11.539	-15.215	-14.743	-18.600	-21.044	-27.289	-28.799	-25.211
2.1- Juros	-9.748	-8.621	-7.253	-8.280	-6.337	-8.158	-9.173	-10.390	-11.948	-15.170
2.2- Lucros e Remessas	-1.865	-1.030	-949	-1.931	-2.566	-2.790	-2.821	-5.749	-7.305	-4.058
2.3- Outros Serviços	-3.756	-3.891	-3.337	-5.004	-5.839	-7.652	-9.050	-11.150	-9.546	-5.983
2.3.1- Viagens	-121	-211	-319	-799	-1.181	-2.420	-3.594	-4.377	-4.146	-1.436
2.3.2- Transportes	-1.644	-1.656	-1.359	-1.700	-2.441	-3.200	-3.480	-4.514	-3.259	-2.802
2.3.3.- Seguros	-68	-133	-58	-65	-132	-122	-64	74	81	-127
2.3.4- Governo	-328	-370	-166	-345	-327	-339	-275	-350	-385	-494
2.3.5- Outros	-1.595	-1.521	-1.436	-2.095	-1.759	-1.572	-1.637	-1.983	-1.837	-1.124
3- Transf. Unilaterais	834	1.556	2.243	1.653	2.588	3.974	2.899	2.216	1.778	2.035
Conta Corrente	-3.782	-1.407	5.943	-444	-1.312	-17.979	-23.701	-33.438	-33.612	-24.374

Fonte secundária: Averbug & Giambiagi (2000:12)

Paula & Alves Júnior (1999) argumentam que a sustentação de grande déficit em transações correntes só seria possível com um nível equivalente de financiamento externo de longo prazo que estivesse associado a investimentos capazes de gerar um fluxo futuro de receitas cambiais para pagar a dívida. No período em questão, a economia brasileira não apresentava este comportamento e para o pagamento dos gastos em transações correntes e obrigações financeiras recorriam a financiamento externo (e/ ou queima de reservas).

A evolução dos acontecimentos do primeiro semestre de 1998 como a queda do risco-país, recuperação das reservas internacionais, queda dos juros que no final de 1997 era de aproximadamente 40% a.a. e em meados de 98 reduziu para 20% a.a. combinada com a privatização da Telebrás poderiam apontar para uma recuperação da economia, mas com o *default* da dívida russa em agosto o mercado se fechou e rapidamente os juros foram mais uma vez elevados bruscamente como já ocorrido nos meses de março de 1995, novembro de 1997 conforme verificado na tabela 11.

Tabela 11
Taxa Selic de *Overnight* (% ano)

	1995	1996	1997	1998
mês				
01	48,8	35,7	22,8	37,2
02	46,8	32,1	22,0	28,8
03	65,0	30,1	21,6	29,8
04	65,0	27,9	21,8	22,6
05	64,8	27,0	20,7	21,4
06	60,8	26,5	21,1	21,0
07	60,5	25,8	21,0	22,4
08	57,2	26,4	20,8	19,3
09	48,0	25,3	20,8	34,3
10	44,1	24,7	22,0	41,6
11	40,6	23,9	43,2	36,5
12	39,0	23,9	42,1	32,9

Fonte secundária: Pastore & Pinotti (2000:15)

2.2. Descrição da crise

O anúncio da moratória russa, em 17 de agosto de 1998, provocou reações acentuadas nos investidores internacionais que fugiram a qualquer custo dos riscos relativos dos países “emergentes”. Com esta situação de pânico nos mercados, os cálculos mostravam que o balanço de pagamentos para 1999 no Brasil “não fechava”, ou seja, o déficit previsto em conta corrente seria maior que a entrada realista de capitais esperada (Averbug & Giambiagi, 2000).

Para acalmar as expectativas, o Banco Central ofereceu em leilões diários títulos com correção cambial, de prazo decorrido. A demanda por divisas e títulos atrelados ao câmbio esteve em boa parte vinculada à busca por cobertura de riscos (Farhi, 2001).

Com o risco iminente de uma desvalorização cambial, as filiais de empresas multinacionais passaram a remeter lucros, antecipadamente, para as matrizes; empresas nacionais enviaram divisas ao exterior para recomprar seus títulos com deságio ou para quitar empréstimos antes do vencimento. Farhi (2001: 65) resume:

“(...) grande parte das empresas realizaram operações procurando proteger seu caixa de uma desvalorização cambial, através de operações no mercado de derivativos, de swaps ou de aquisições de ativos líquidos atrelados ao dólar.”

Em 4 de setembro a agência Moody’s, seguida por outras agências de *rating*, rebaixa a classificação do Brasil e procura antecipar a ocorrência de qualquer problema e prefere errar por pessimismo diferentemente do ocorrido nos países asiáticos em 1997.

As reservas brasileiras declinaram de US\$ 75 bilhões no final de agosto após a liquidação financeira do pagamento da primeira parcela da Telebrás para US\$ 30 bilhões no conhecido “setembro negro” (Averbug & Giambiagi, 2000).

As reservas eram queimadas na tentativa de manutenção do regime cambial. Para procurar defendê-las, as autoridades monetárias tentaram elevar as taxa de juros com a finalidade de atrair capitais e desestimular a saída dos já presentes no país. A crise cambial ocorre quando essas reservas encolhem a um nível considerado insuficiente, no caso

brasileiro, a legislação impõe a manutenção de reservas em divisas equivalentes a três meses de importações (Farhi, 2001).

Com o agravamento da situação, o governo anuncia em novembro o início das negociações com o FMI para a liberação de um pacote de ajuda de aproximadamente US\$ 42 bilhões. O F.M.I exigiu que as reservas fossem mantidas em torno de US\$ 33,2 bilhões, mas em meados de janeiro as reservas se encontravam em um nível inferior atingindo apenas US\$ 29,117 bilhões.

Em 13 de janeiro, o Banco Central anuncia a saída de Gustavo Franco da presidência da instituição sendo substituído por Francisco Lopes e adota-se um novo sistema de banda com um diferencial maior entre o piso e teto da banda cambial com a alteração desses valores a cada três dias (“banda diagonal exógena”) somando uma desvalorização inicial de 9%. Esta medida frustrou as expectativas dos agentes que desejavam a adoção do câmbio flutuante que supostamente possibilitaria taxas de juros mais baixas e a possível retomada do crescimento econômico do país.

Com este novo regime, os negócios no mercado de câmbio à vista passaram, imediatamente, a ser fechados no limite superior da banda determinado pelo BC. Este sistema durou apenas 48 horas com a fuga de US\$ 3,92 bilhões (os agentes vendiam ativos denominados em reais para tentar convertê-los em ativos atrelados à taxa de câmbio).

Em 15 de janeiro o Banco Central através do Comunicado n.º 6.563 retira-se das operações com câmbio. A oscilação do câmbio foi de 11,05% em relação ao dia anterior e de 21% em relação à taxa vigente em 12 de janeiro fechando a cotação do dólar em R\$ 1,4659. As demais reações foram positivas com redução da saída de divisas para US\$ 322 milhões, alta do Índice Bovespa e alta de 15,61% nos preços dos títulos da dívida externa. Assim em 18 de janeiro a equipe econômica adota definitivamente o regime de câmbio flutuante intervindo apenas esporadicamente no mercado para conter movimentos desordenados das taxas. Após estes fatos, Averbug & Giambiagi (2000:17) resumem:

“(...) O Brasil assistiu então a um caso de overshooting digno de livro-texto. Antes da mudança cambial, a taxa era de R\$/US\$ 1,21. No dia 14 de janeiro, estava no teto da banda: R\$/US\$ 1,32. No final de janeiro atingiu R\$/US\$ 1,98 e no início de março – auge da desvalorização – chegou a R\$/US\$ 2,16.”

Vale acrescentar a este cenário de janeiro de 1999 dois fatos que abalaram ainda mais a economia já fragilizada e dificultaram as negociações com o Fundo: a rejeição do Congresso a medidas de ajustes importantes e o decreto do *default* temporário da dívida de Minas Gerais. Havia o temor de que as promessas de austeridade fiscal e monetária não fossem cumpridas em um contexto no qual a manutenção de juros altos incidentes sobre a dívida pública tornava a situação fiscal explosiva.

A dívida pública fechou 1998 em 38% do PIB, porém com a desvalorização e a existência de vários títulos indexados à taxa de câmbio o valor da dívida pública atingiu 48% do PIB em fevereiro de 1999 (um aumento de 10 pontos percentuais em 30 dias).

2.3. O acordo inicial com o FMI

Este item abordará o 1º acordo entre o governo brasileiro e o FMI negociado no final de 1998 e início de 1999. O acordo marca o retorno do Fundo à economia brasileira e a mudança na política econômica com ênfase no cumprimento de metas fiscais (manutenção de elevados superávits) e metas de inflação.

Em dezembro de 1998, o Brasil firmou um contrato de assistência financeira de US\$ 41,5 bilhões com o Fundo. As contribuições vinham do FMI (US\$ 18 bilhões), do Banco Mundial e do Banco Interamericano de Desenvolvimento (US\$ 4,5 bilhões cada), e de credores bilaterais (US\$ 5 bilhões fornecidos pelos Estados Unidos e US\$ 9,5 bilhões pelos governos europeus). O FMI decidiu dar um enfoque de natureza preventiva e em meados de dezembro de 1998 desembolsou US\$ 9,2 bilhões desse pacote multilateral. A liberação de outras parcelas estava vinculada ao cumprimento das condicionalidades durante os próximos três anos (Cardoso, 2001).

O acordo foi anunciado apenas em 8 de março de 1999 e fixava dois objetivos: limitar o impacto inflacionário da desvalorização através do aumento da taxa de juros e prevenir que o índice da dívida sobre o PIB pudesse explodir, produzindo superávits primários expressivos nas contas fiscais.

O Memorando Técnico de Entendimento (MTE) entre o governo brasileiro e o FMI fazia distinção entre “critérios de desempenho” e “metas indicativas” sendo os critérios de

desempenho mais relevantes e dependendo das razões, o seu não cumprimento poderia causar a suspensão dos recursos desembolsados. As principais variáveis monitoradas seriam Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) e Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)

Até junho de 1999 os critérios de desempenho eram: a) as necessidades de financiamento do setor público consolidado, no conceito nominal (NFSP); b) a dívida externa do setor público não-financeiro (DESPNF); c) a dívida externa com garantia pública (DEGP); e d) o crédito interno líquido (CIL), definido como a diferença entre a base monetária e as reservas internacionais no Banco Central, líquidas de suas obrigações externas de curto prazo. Os valores destes critérios de desempenho estão ilustrados abaixo na tabela 12. Eram metas indicativas: e) o resultado primário do governo central; f) a dívida externa de curto prazo desembolsada e pendente; e os itens *a, b, c, d*, referidos acima, entre junho e dezembro de 1999. Nos próximos itens faremos o detalhamento destes aspectos proposto pelo Fundo.

Tabela 12
 Critérios de Desempenho
 (valores máximos)

a) NFSP	R\$ bilhões
Jan. – dez. 98	72,88
Jan. – mar. 99	17,14
Jan. – jun. 99	25,56
b) DESPNF	US\$ bilhões
Dez. 98	87,76
Mar. 99	91,21
Jun. 99	93,23
c) DEGP	US\$ bilhão
Dez. 98	1,00
Mar. 99	1,00
Jun. 99	1,00
d) CIL	R\$ bilhões
Dez. 98	-9,51
Mar. 99	-7,38
Jun. 99	-6,13

	Base monetária (R\$ bilhões)	Reservas cambiais (R\$ bilhões)
Dez. 98	41	50,5
Mar. 99	39	46,4
Jun. 99	37	43,1

Fonte secundária: Conjuntura Econômica (1999:16)

2.3.1. As imposições para a Política Fiscal

O Fundo demonstrava grande preocupação com a situação fiscal do país o que exigiu que FHC antes mesmo do anúncio do acordo com a instituição implantasse algumas medidas emergenciais como elevação da CPMF de 0,2% para 0,3% (em 1999 havia permissão para um aumento adicional de 0,08%), aumento de receitas e cortes de gastos

para cumprimento das metas fiscais propostas para 1999, promulgação de emenda constitucional da reforma da previdência. Os dados da economia brasileira seriam divulgados diariamente seguindo o Padrão Especial de Disseminação de Dados (PEDD) do FMI.

As principais medidas impostas na área fiscal foram de natureza estrutural e conjuntural e visavam aumento da poupança nacional, redução do ônus da dívida pública e declínio sustentável das taxas de juros (MPE, 13/11/1998). A medida estrutural mais importante foi a adoção da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). Já a outra medida tem caráter conjuntural e refere-se à fixação de parâmetros para a geração de superávit público primário (receitas públicas menos gastos, antes do pagamento do serviço da dívida pública) com a trajetória de 2,6% do PIB em 1999, 2,8% em 2000 e 3,0% em 2001. A política de superávits foi reforçada na segunda revisão do acordo devido ao cenário de desvalorização cambial com impactos na dívida pública externa e interna indexadas ao dólar e as metas passaram para 3,1% do PIB em 1999, 3,25% em 2000 e 3,35% em 2001.

Estes resultados só seriam alcançados com corte de gastos provenientes de reforma administrativa (vale ressaltar a criação da Lei Camata que estabelece um teto para os gastos com folhas de pagamento governamentais como porcentagens de receitas), reforma da previdência social, elevação de receitas com a mudança da tributação de CPMF, IOF e COFINS e corte de gastos com funcionalismo público (0,15% do PIB) e de investimentos das empresas federais (0,9% do PIB). Houve a definição de metas numéricas para a avaliação de desempenho.

A terceira avaliação do acordo compensou o fim de receitas extraordinárias e do Fundo de Estabilidade Fiscal pela contenção da folha salarial (MPE 05/07/1999) enquanto a quarta avaliação ressaltou a necessidade de ampliar as receitas através da extensão da cobrança do COFINS para atividades até então isentas, do esforço para arrecadação de impostos atrasados aproximadamente 4,5 bilhões até dezembro de 1999, da elevação dos preços internos do petróleo e do cumprimento rigoroso dos acordos de reestruturação das dívidas estaduais com governo Federal. Foi necessário também rever as metas indicativas de Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) que excederam as metas inicialmente projetadas devido à depreciação cambial (MPE, 02/12/1999).

A quinta avaliação mostrava que o superávit primário do setor público foi cumprido sendo que os estados passaram de um déficit de 0,4% em 1998 para um superávit de 0,15% do PIB em 1999. As estatais também obtiveram um bom desempenho com destaque para a Petrobrás. O déficit nominal do setor público atingiu 9,5% do PIB abaixo do previsto para o programa de 10,8% do PIB, porém a dívida pública líquida em 1999 estava acima da meta indicativa (MPE, 01/06/2000).

A sexta avaliação confirmava a meta de superávit primário e a proposta orçamentária de 2001 apontava disciplina fiscal até o final da administração de FHC (MPE, 28/11/2000). A sétima avaliação mostrou que o ano 2000 apresentou bons resultados em superávit primário de 3,5% do PIB, redução da NFSP para 4,6% do PIB (MPE, 29/03/2001).

Nos níveis sub-nacionais a boa administração fiscal foi obtida através da reestruturação das dívidas e da implantação da Lei de Responsabilidade Fiscal.

A reforma tributária, com a possibilidade de criação do IVA, assim como a previdenciária, com a tributação para inativos e servidores aposentados, seriam importantes para a manutenção de viés superavitário da política fiscal. O acordo com o FMI envolveu a regulamentação dos planos públicos e privados de aposentadoria complementar (MPE, 01/06/2000).

Neste período o governo repassou para os consumidores finais a variação dos custos dos insumos utilizados nos serviços de energia pública e outros através de uma política de administração dos preços internos (MPE 08/03/1999).

O acordo com o Fundo também indica de “*modo supérfluo*” políticas sociais com prioridade ao ensino e à assistência médica. A sétima avaliação do acordo permitia um aumento das despesas com educação, saúde, aposentadoria mínima e desenvolvimento rural, assim como a criação de um fundo de alívio para a pobreza de R\$ 3,1 bilhões, centrado em programas de apoio à renda vinculados à educação e no saneamento básico em áreas pobres (MPE, 29/03/2001).

2.3.2. As imposições para o setor externo

No setor externo as variáveis observadas mais atentamente seriam o desempenho da Dívida Externa do Setor Público Não-Financeiro e da Dívida Externa com Garantia Pública, além de estabelecer metas indicativas para o saldo da Dívida Externa de Curto Prazo Desembolsada e Pendente e piso para as Reservas Internacionais Líquidas no Bacen até dezembro de 1999 era de US\$ 20 bilhões (MPE, 13/11/1998).

Quanto ao regime cambial a ser adotado, o Fundo apontava que apenas os regimes de câmbio fixo ou câmbio flexível seriam capazes de suportar as pressões especulativas do mercado não sendo favorável ao regime de *crawling peg* adotado até janeiro de 1999 no país. Carvalho (2003: 21) levanta que

“(...) embora não haja meios independentes de confirmação, há pelo menos um relato conhecido e influente, nunca desmentido, de que o Fundo tenha exercido forte pressão sobre o governo brasileiro, na crise de 1998/1999, para que fosse adotada a dolarização.”

Como já observado neste trabalho a situação do câmbio fixo ficou insustentável no início de 1999 e em 15 de janeiro deste ano o real passa flutuar livremente, eliminando a partir de 1 de fevereiro os dois mercados cambiais paralelo-comercial e de taxa livre (MPE 08/03/1999). Somente na terceira avaliação do FMI foi acertado que em março o Bacen deixaria de intervir no mercado de futuros de câmbio.

A abertura comercial e a abertura financeira foram aprofundadas com o acordo com FMI.

2.3.3. As imposições para a Política Monetária

A meta principal da política monetária seria a manutenção da taxa de inflação baixa. A aplicação de uma política de câmbio flexível daria apoio tanto ao Real quanto para manutenção das reservas cambiais ao nível exigido pelo Fundo.

Segundo Averbug & Giambiagi (2000: 29) a adoção do regime de metas de inflação se caracteriza como

“(...) uma verdadeira revolução cultural, no contexto brasileiro, onde parte dos dirigentes políticos do país, no passado, sempre esteve disposta a trocar mais crescimento por ‘um pouco mais’ de inflação.”

A variável observada nesta área seria o desempenho de Crédito Doméstico Líquido do Bacen, incorporando ajuste para aumento da alíquota da CPMF (controle de liquidez bancária).

Com a incorporação do cambio flexível na terceira avaliação do acordo, o Fundo reafirma a necessidade de manutenção de taxas de inflação baixa com a adoção do regime de metas de inflação. As metas estabelecidas foram as seguintes 8% em 1999, 6% em 2000, 4% em 2001 (MPE, 05/07/1999) e 3,5% em 2002 (MPE, 28/11/2000) com margem de tolerância de 2% em cada período.

O acordo atentava para a necessidade de revisão da composição da dívida pública interna com a ampliação de títulos pré-fixados e redução de títulos indexados ao dólar combinada com a ampliação do prazo de maturidade da dívida.

O Fundo e o Banco Mundial perceberam que os países utilizam o seu receituário de política econômica apenas quando necessitam da sua intervenção o que levou as autoridades a desenvolverem o conceito de ‘apropriação’ (*ownership*) de políticas, ou seja, os países assumem como suas políticas as políticas exigidas pelo Fundo. Segundo Carvalho (2003: 19) *“para obter essa apropriação, o Fundo estaria disposto a aceitar certo grau de autonomia e participação efetiva dos países na definição de condicionalidades que teriam de ser cumpridas.”*

O 2º governo de FHC e o primeiro ano do governo de Lula foram marcados pela presença constante do Fundo o que impôs grandes restrições para a política econômica uma vez que o seu receituário para economias em desenvolvimento opta por medidas restritivas tanto no âmbito monetário quanto fiscal o que, muitas vezes, inviabiliza investimentos em áreas importantes como industrial, infra-estrutura e social.

Capítulo III: Vulnerabilidade Externa e Crescimento Econômico

Neste capítulo abordaremos os efeitos do novo regime de política econômica imposto pelo Fundo no seu retorno à economia brasileira em 1998. Este novo regime é baseado em quatro principais pilares: austeridade fiscal com o cumprimento de metas de superávits primários que sinalizam solvência da dívida pública em proporção ao PIB nacional, aprovação das chamadas “reformas”, adoção de metas de inflação (“*inflation target*”) e livre flutuação cambial (Averbug & Giambiagi, 2000).

O Plano Real propunha primeiramente uma estabilização de preços com a combinação de âncora cambial e abertura comercial e financeira seguida no médio e longo prazo de uma reestruturação dos principais setores da economia impulsionados pela concorrência externa. Contudo o que notamos nos dois governos de FHC foi um crescimento muito pequeno do PIB, uma taxa de investimento reduzida, aumento do desemprego e deterioração das condições externas com uma ampliação do déficit em transações correntes. Os dados da tabela 13 ilustram o crescimento do PIB no Brasil em três períodos distintos e faz uma comparação com o mundo e outros países. Nota-se que de 1991/2000 a taxa de crescimento do Brasil é muito pequena sendo bem inferior que as taxas de crescimento da América Latina e Ásia que também passaram por crises financeiras no final da década de 90.

Tabela 13

Taxa Anual de Crescimento do PIB dos anos 70 aos anos 90

	1971/80	1981/90	1991/2000
Mundo	3,8	3,4	3,8
Países Industrializados	3,1	2,9	2,4
África	3,8	2,3	2,5 ^a
Ásia	5,4	7,1	7,1
Oriente Médio	6,2	0,8	3,8 ^b
América Latina e Caribe	6,0	1,6	3,1 ^b
Brasil	8,7	1,6	2,7

a: Período até 1998; b: Período até 1999. Fonte secundária: Bresser-Pereira & Nakano, (2003:10)

No próximo item analisaremos as principais variáveis econômicas do segundo mandato de FHC e do primeiro ano do governo Lula. Em seguida destacaremos a influência do Fundo no governo de FHC e primeiro ano do governo Lula. Vale ressaltar que em 2001 e 2003 houve renovações do acordo com o Fundo que também serão mostrados detalhadamente.

3.1. Desempenho da economia brasileira no período 1999/2003

Conforme já analisado no capítulo 2 deste trabalho, após a reeleição de FHC, a economia brasileira é abalada por uma forte crise cambial que leva o país a recorrer ao FMI e com isso o governo é obrigado a aceitar imposições, cumprir metas e há perda de autonomia com alguns pontos principais da sua política econômica ditados externamente. Os economistas de cunho ortodoxo apoiaram o receituário implantado que resultou em efeitos positivos no controle da inflação. Nesta linha, Averbug & Giambiagi (2000:19) afirmam que

“(...) Ninguém conseguiria imaginar, em meio à alta do câmbio que se verificou até março, que o ano acabaria com uma inflação – em termos de preço ao consumidor – de menos de 10% e um crescimento ligeiramente positivo do PIB.”

A implantação do regime de cambio flexível levou alguns economistas a acreditarem em uma possível redução da taxa de juros e retomada do crescimento sustentado; no entanto estas perspectivas são frustradas ao longo de quatro anos (Biancareli, 2003). Além disso, houve impactos negativos no setor público (com aumento da dívida pública devido à incidência de juros altos, estagnação de obras etc.), na área social (aumento da pobreza, precarização do ensino público, desemprego) e no setor externo (déficits em transações correntes e aumento do passivo externo). Assim nota-se que a mudança no regime de política econômica alcançou apenas o seu objetivo de conter a elevação da taxa de inflação ficando muito aquém dos seus objetivos de longo prazo.

A taxa média de crescimento do PIB no período 1999/2003 foi cerca de 1,5% a.a. apenas confirmando a tendência de semi-estagnação observada nos períodos anteriores.

Tabela 14
 PIB Brasil (1999 – 2003)

Período	PIB (US\$ bilhões)	Crescimento Real PIB (%)
1999	536,35	0,78
2000	601,71	4,36
2001	510,58	1,42
2002	452,33	1,52
2003	438,23	-0,21

Fonte: IBGE

O crescimento positivo do PIB em 1999 pode ser atribuído ao movimento de substituição de importações na indústria com aumento da produção em setores nos quais a demanda por importações caiu mais e queda das taxas de juros reais provocada por uma variação dos preços, por exemplo, mais acentuada dos produtos industriais.

Em 1999, ainda persiste o déficit na balança comercial de US\$ 1,2 bilhões causado por queda dos preços internacionais de *commodities* (os preços de produtos básicos apresentaram uma queda de 15% em relação a 1998 e os semifaturados, 17%); recessão dos principais mercados consumidores de manufaturados do Brasil na América Latina, aumento no preço do petróleo, crescimento do PIB.

No período de 1999 a 2003, completa-se o processo de liberalização financeira, porém não há a retomada do crescimento sustentado, o financiamento internacional se torna mais escasso e as taxas de juros reais ficam elevadas. Carneiro (2002) aponta a existência de uma hierarquia internacional entre moedas e sinaliza que a taxa de juros interna seria a taxa da moeda central somada de um prêmio de risco, formado pelas agências de classificação e expresso em títulos negociados no exterior.

Autores como Sicsu e Batista Jr. defendem a implantação de controle de capitais, pois a economia encontra muitas dificuldades de ajustamento com a flutuação cambial de acordo com contexto internacional.

A liberalização financeira ampliou a vulnerabilidade externa. E para a reversão desta situação seria necessário melhoria na posição negociadora nos mercados internacionais e melhor uso do IDE (Biancareli, 2003). Um problema persistente no país é a obtenção de financiamento de longo prazo (*funding*). Biancareli (2003, 104) resume a contradição pós liberalização:

“(...) Uma série de críticas à estratégia mais ampla seguida desde o início da década, de abertura aos fluxos de capital e de dependência excessiva da poupança externa, toma corpo diante do fracasso reiterado das promessas do início da liberalização e do exame dos riscos e ajustes impostos à economia do período. Um caminho alternativo de inserção externa, em meio a essas críticas, ganha contornos um pouco mais nítido, e no que se refere ao tema aqui estudado, aposta no controle dos fluxos de capital, especialmente os de curto prazo.”

Enfim o período é caracterizado por retração do financiamento externo em especial os investimentos de portfólio devido a curtos ciclos de liquidez internacional (Prates, 2003a). Principalmente de maio a novembro de 2002, houve uma forte escassez de recursos causada pela aversão ao risco nos mercados financeiros globais combinado com os resultados baixos das empresas de telecom.

No primeiro semestre de 2003 o balanço de pagamentos apresenta um pequeno superávit de US\$ 700 milhões, um “bom resultado” se comparado ao déficit de US\$ 11 bilhões em 2002. Houve uma entrada de capital externo no país provocada, principalmente, por um maior apetite dos investidores em relação aos baixos rendimentos dos países centrais (situação esta que como já exposto pode ser revertida a qualquer momento ou novas avaliações).

Os indicadores de liquidez externa apesar de uma pequena redução em abril de 2003 se mantiveram elevados. O principal indicador é “passivo externo de curto prazo/ reservas líquidas ajustadas.” Já os indicadores de solvência externa mostram a vulnerabilidade externa do país no médio e longo prazo. Este índice mede a capacidade de geração de divisas da economia (exportações) dado o saldo negativo ou equilibrado das demais sub-contas de transações correntes assim é representado por “passivo externo líquido/ exportações”. Prates (2003a, 51) observa que

“(...) Assim, pode-se afirmar que no período em questão a adoção do regime de câmbio flutuante foi incapaz tanto de garantir um ajuste virtuoso dos fluxos – já que o melhor desempenho da conta de recursos reais ao exterior baseou-se em duas fortes desvalorizações cambiais e na queda da renda real (resultado da mudança câmbio/salário), além de ter sido favorecido pelo aumento dos preços de commodities – quanto reduzir ou mesmo atenuar a vulnerabilidade externa de uma economia como a brasileira, com elevado passivo externo.”

Em 2003, a situação do Brasil quanto a liquidez e solvência só não é pior do que a Argentina considerando os países emergentes que passaram por crises financeiras no final da década de 90. Observe os dados da tabela 15:

Tabela 15
Indicadores de liquidez e solvência
(países selecionados, posição de junho 2003)

	Dív. ext. CP/ reservas	Dív. ext./ exportações
Coreia	0,3	0,6
Tailândia	0,2	0,4
Rússia	0,3	0,5
Argentina	2,1	5,3
México	0,6	0,7
Brasil	1,1	3,0

Fonte secundária: Prates (2003b:39)

Além da análise da situação externa, é importante destacar alguns dados macroeconômicos. Os choques cambiais provocaram efeitos adversos na economia. As desvalorizações da moeda levaram a um aumento das exportações, mas o crescimento das vendas líquidas ao exterior não foram suficientes para sustentar o nível de atividades causando uma retração da produção interna. Segundo Pereira e Ferreira (2003, 94):

“(...) Com efeito, por intermédio da meta de inflação, o regime de câmbio flutuante aprisiona a política monetária, colocando-a a reboque do comportamento do mercado de câmbio.”

A desvalorização cambial impacta negativamente sobre custos de matérias-primas, embalagens, fretes etc. Os preços administrados também guardam relação com a desvalorização cambial por meio da indexação formal (energia, telecomunicações) ou de

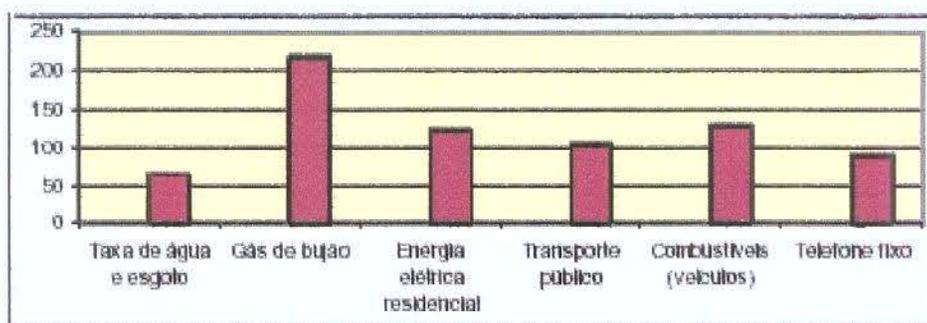
aumentos autorizados (transporte urbano, remédios, combustíveis). O gráfico 1 apresenta a variação dos preços administrados no período em questão. E estes ajustes afetam principalmente a população de média e baixa renda que utilizam os bens sem a possibilidade de eliminá-los do orçamento por, muitas vezes, atenderem necessidades básicas (o ajuste dos preços aumenta a proporção da renda para este consumo).

Pereira e Ferreira (2003: 95) descrevem essa situação conhecida como “recessão dos pobres”:

“(...) Essa combinação de retração da atividade econômica com queda do salário real, em particular das camadas de mais baixa renda, digamos, uma ‘recessão dos pobres’, é o resultado esperado do ajuste a choques cambiais proporcionado pelo regime de câmbio flutuante com metas de inflação, num país com as características do Brasil.”

Gráfico 1

Preços Administrados
Variação Acumulada – Jan. 1999/Jul. 2003 (%)



Fonte: IBGE.

Fonte secundária: Pereira e Ferreira (2003, 109)

Conforme pode ser verificado na tabela 16, os dados mostram que a participação das exportações tem aumentado na composição do PIB em detrimento da queda do consumo das famílias. Vale ressaltar o crescimento das importações que impactam negativamente as exportações líquidas. Observa-se também uma rigidez da pauta de importações.

Em 2001, as exportações líquidas não foram capazes de compensar a queda do consumo das famílias e do investimento levando a um pequeno crescimento do PIB real. A

pequena expansão do PIB nos próximos anos é causada por queda menor no consumo das famílias e uma recuperação dos investimentos.

Tabela 16
Composição do PIB

Período	FBKP	Consumo Final do Governo	Consumo Final das Famílias	Exportações de Bens e Serviços	Importações de Bens e Serviços	Saldo Líquido Exportações
1999 T1	18,2%	19,5%	63,5%	9,7%	-10,9%	-1,2%
1999 T2	24,2%	18,1%	59,0%	9,6%	-10,9%	-1,3%
1999 T3	16,8%	19,9%	64,9%	10,9%	-12,6%	-1,6%
1999 T4	21,2%	19,0%	61,9%	10,8%	-12,8%	-2,0%
2000 T1	22,5%	18,3%	60,1%	10,1%	-11,1%	-1,0%
2000 T2	22,4%	18,1%	60,3%	10,7%	-11,5%	-0,8%
2000 T3	21,6%	18,0%	61,6%	11,4%	-12,7%	-1,3%
2000 T4	19,9%	21,5%	61,4%	10,4%	-13,2%	-2,8%
2001 T1	22,8%	17,2%	61,9%	11,6%	-13,5%	-1,9%
2001 T2	22,0%	18,0%	61,1%	15,5%	-14,6%	-1,2%
2001 T3	22,2%	17,7%	60,6%	14,7%	-15,2%	-0,5%
2001 T4	18,1%	23,6%	58,9%	13,0%	-13,5%	-0,5%
2002 T1	20,5%	18,1%	61,6%	11,6%	-11,8%	-0,2%
2002 T2	21,7%	19,1%	59,1%	11,8%	-11,7%	0,1%
2002 T3	19,6%	17,3%	59,0%	19,2%	-15,1%	4,1%
2002 T4	16,0%	22,2%	57,8%	19,5%	-15,5%	4,0%
2003 T1	20,4%	16,6%	60,2%	17,9%	-15,1%	2,8%

Fonte secundária: Pereira e Ferreira (2003: 96)

O setor que melhor ilustra o comportamento da economia neste período de *stop and go* é a indústria. Em 2001, a indústria foi surpreendida pela crise do setor elétrico conhecido como “apagão” (dificuldades para o abastecimento de energia elétrica). A crise no setor elétrico ilustrou bem a crise de infra estrutura e a falta de participação do governo em setores estratégicos (esgotamento).

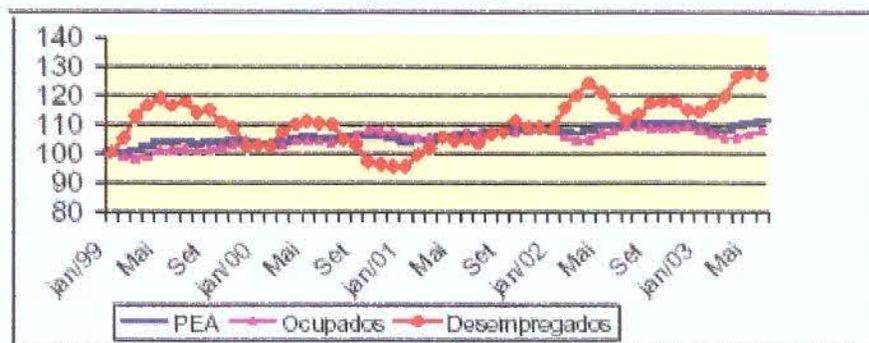
A redução do consumo das famílias no PIB está vinculada a queda da renda corrente dos ocupados. Segundo dados do Seade/Dieese de janeiro de 1999 a maio de 2003 para a região metropolitana de São Paulo, verificou-se uma queda de 27,4% (Pereira e Ferreira, 2003).

O mercado brasileiro apresenta dificuldades em absorver a mão de obra ocorrendo cada vez mais uma precarização do mercado de trabalho com o aumento do número de desempregados conforme pode ser verificado no gráfico 2 e queda nos rendimentos sem

reposição das perdas inflacionárias. No período há queda de rendimento real médio de aproximadamente 32% (*idem*).

Gráfico 2

PEA X Ocupados X Desempregados
(Jan. 1999 = 100)



Fonte: PED, Seade/Dieese.

Fonte secundária: Pereira e Ferreira (2003, 106)

3.2. O FMI e a política econômica do período 1999/2002

O segundo governo FHC pode ser dividido em dois períodos. O primeiro período abrange os dois primeiros anos que representam a recuperação da economia pós a crise cambial de 1999 e a flexibilização da taxa de câmbio e a segunda fase é caracterizada agora pela crise no câmbio flutuante, colapso internacional com o incidente de “11 de setembro” nos Estados Unidos, a crise interna do setor elétrico. No entanto conforme já exposto o segundo governo FHC é marcado pelo retorno do Fundo na economia brasileira e a implantação do seu receituário restritivo para a política fiscal e monetária com adoção de metas para a inflação e superávit primário; como abordam Averbug e Giambiagi (2000: 27) passa-se do “*déficit de metas às metas de déficit*”.

Segundo Bresser-Pereira & Nakano (2003: 4), FHC seguiu a mensagem de países ricos:

“(...) cuidem das finanças do Estado e dêem início às reformas orientadas para o mercado, que os fluxos de capital do mercado internacional cuidarão de vocês, e vocês voltarão experimentar crescimento econômico. Essa poupança externa – acrescentou-se – virá mais sob a forma de investimentos diretos do que de empréstimos, quanto melhor você se comportar.”

A realidade do Brasil contradiz o pensamento acima uma vez que no fluxo de capital para o país prevaleceram os investimentos de portfólio que são muito voláteis (“*perigosos*”) enquanto o IDE, em menor proporção, foi direcionado para fusão e aquisição de estruturas já existentes contribuindo muito pouco para os novos investimentos.

3.2.1. A recuperação econômica pós crise cambial: 1999-2000

O segundo governo de FHC inicia com uma desvalorização abrupta do real em janeiro de 1999 combinada com um anúncio de moratória das dívidas de Minas Gerais o que aumentou o temor dos credores externos quanto à solvência do país e intensificou a retirada de recursos do país. Conforme abordado no capítulo 2, ocorre uma mudança na presidência do Banco Central, o câmbio é liberado e em 29 de janeiro (uma “sexta-feira negra” para FHC) o dólar chegou a R\$ 2,15, contra R\$ 1,20 no início do mês exigindo do presidente anúncios na mídia como tentativa de acalmar os cidadãos e conter a corrida aos bancos.

FHC pressionou o Congresso Nacional e obteve a aprovação de várias medidas de impacto fiscal. Reuniu-se com os governadores (exceto Itamar), que pediram novas condições para suas dívidas, e assinou com eles novo acordo. Foram feitas negociações com o exterior para obtenção de recursos e créditos. Armínio Fraga para conter a especulação cambial, dobrou as taxas juros atingindo o patamar de 45% a.a., a maior do mundo.

Em julho a situação econômica voltou a estar sob relativo controle, mas o quadro geral não era bom. O ano se encerraria com crescimento econômico muito pequeno, inflação ao consumidor de cerca de 10% porém no atacado, impactada pela desvalorização, chegou à cerca de 20% e desemprego alto. O aspecto mais grave residia no acúmulo de passivos interno e externo com grandes gastos com juros e obsessiva perseguição de superávit primário imposto pelo FMI para a liberação de recursos do acordo de 1998. Bresser-Pereira & Nakano (2003, 11) afirmam que

“(...) quando analisamos um problema macroeconômico não devemos nos esquecer de que há fluxos e estoques. Um fluxo de capital estrangeiro torna-se um estoque de dívida, que tem sua própria dinâmica no tempo. A correlação Feldstein-Horioka se sustenta porque os países tendem a ser cuidados e a respeitar a restrição de solvência – uma restrição que a estratégia de crescimento dependente ignorou nos anos 90.”

As previsões para o final deste ano eram muito piores, porém esta pequena melhora no quadro só foi possível porque os capitais externos que haviam saído volumosamente entre outubro de 1998 e fevereiro de 1999 retornaram também em grande volume já a partir de março, em busca de altos ganhos propiciados pelos juros recordes e para aquisição de ativos e empresas brasileiras, que ficaram muito baratas em dólar com a desvalorização (continuidade do processo de privatização).

Com a desvalorização, alguns setores exportadores sofreram uma recuperação retomando a produção e vendas. O governo relaxou o crédito e adotou algumas medidas de incentivo à atividade econômica. Conseguiu também revisar o acordo com o FMI, refazendo algumas metas e obtendo mais ajuda para combater a especulação com o dólar. Apesar de a situação econômica geral melhorar, os saldos comerciais externos reagiam muito pouco e o endividamento continuava alto: mesmo com o superávit primário recorde de 3,2% do PIB (R\$ 31,1 bilhões), o gasto com juros em 1999 foi de R\$ 87,4 bilhões (9,4% do PIB), resultando num déficit nominal de 9,5% do PIB.

O ano de 2000 é caracterizado por uma euforia geral com a economia crescendo 4,5% a.a. e a inflação sob controle (aproximadamente 6% a.a.). Porém permaneceu a extrema fragilidade das contas públicas internas e externas, altos juros e desemprego elevado. O desemprego cedeu um pouco (de 19,3% para 17,7%, na média anual, pelo Dieese-Seade), embora os rendimentos continuassem caindo quase 10% dificultando a recuperação do consumo de bens não-duráveis. A pauta de exportação continuava dependendo de produtos de baixo valor agregado. Além disso, os anos de abertura externa e de valorização cambial destruíram internamente vários elos das cadeias produtivas, aumentando a dependência das importações. Na conta corrente, elevaram-se as remessas de juros, lucros e dividendos, em contrapartida da ampliação da entrada de capitais externos.

3.2.2. Crise cambial no regime flexível: 2001-2002

No início de 2001, os juros atingiam o valor de 15,25% a.a. e as perspectivas para a economia eram otimistas com uma maior queda dos juros e crescimento do PIB real entre 4% e 5% (o que caracterizaria crescimento do PIB por dois anos consecutivos) gerando a sensação de que a crise que levava à maxidesvalorização do real havia sido superada e finalmente chegara o crescimento sustentado tão prometido.

Em maio, porém, houve o anúncio da crise da energia elétrica e do racionamento que trouxeram transtornos operacionais e restrição à utilização da capacidade produtiva, principalmente na indústria, combinada com estagnação das vendas de produtos cuja utilização depende da energia elétrica. A crise energética também intensificou a pressão sobre os nossos mercados financeiros advinda das adversidades externas combinada com o agravamento da situação argentina. O Banco Central procurou não interferir imediatamente na taxa de juros para evitar uma recessão aberta, mas a cotação do dólar ganhou novo impulso altista, ameaçando as metas de inflação o que comprometia a situação do país com o FMI.

Nos meses seguintes o dólar superou os R\$ 2,50 e atingiu picos de R\$ 2,80, consolidando a segunda maxidesvalorização do real agora no regime de câmbio flexível. Os juros foram elevados para o patamar de 19% a.a..

Em agosto de 2001 o Brasil estabelece um novo programa com o Fundo com vigência de setembro de 2001 a dezembro de 2002 no valor de US\$ 15 bilhões. A justificativa para o novo programa eram o cenário internacional de baixo crescimento e a crise do setor elétrico, ambos vistos pelo governo como fatores “*temporários e transitórios*”. Neste novo acordo alguns tópicos foram revistos o que resultou na retirada do Crédito Doméstico Líquido como critério de desempenho, tentativa de alteração da avaliação da inflação de trimestral para anual e redução do nível de reservas internacionais para US\$ 20 bilhões ao longo da vigência do acordo.

A oitava revisão do acordo original de 1998 (MPE, 12/09/2001) impôs medidas ainda mais restritivas para o país entre elas destaque para a elevação do superávit primário do setor público de 3% para 3,35% do PIB em 2001, 3,5% em 2002, 2003 e 2004.

Em 2001 a economia ainda seria abalada pelos atentados nos EUA em setembro com a intensificação dos efeitos negativos à atividade econômica norte-americana e mundial por exemplo, o risco-Brasil atingiu 1.200 pontos.

Mas, mesmo ao longo desses meses de crise, a confiança dos investidores externos no país foi relativamente preservada e o fluxo de ingresso de investimento direto estrangeiro manteve-se maior do que o previsto. A isso se somaram outros fatores: melhoria das contas externas em decorrência do encarecimento do dólar e do desaquecimento econômico; constatação de que o impacto da crise energética já estava sendo superado; percepção de que o conflito militar decorrente dos atentados aos EUA seria limitado, e que a economia norte-americana seria capaz de se recuperar já a partir do início de 2002; e, por fim, conclusão dos investidores de que a Argentina era um caso isolado, que não mais justificava seu contágio sobre os demais países emergentes. Essa percepção mais positiva trouxe alívio sobre a cotação do dólar, que recuou em novembro e dezembro, fechando o ano em R\$ 2,32 no mesmo momento em que a Argentina entrou em forte crise econômica e política, com desvalorização desordenada, troca de presidentes etc.

Nos meses iniciais de 2002 as expectativas conjunturais encontravam-se mais favoráveis do que as de 2001. O Banco Central chegou a dar início ao corte dos juros, mostrando tolerância moderada frente ao provável descumprimento da ambiciosa meta inflacionária de 3,5%. Porém no decorrer deste ano a conjuntura internacional frustrou as expectativas e a recuperação da economia norte-americana se mostrou mais lenta e incerta do que se previa. Para agravar, surgiram escândalos na contabilidade das grandes corporações, que subdimensionaram suas perdas com a interrupção do crescimento e com o estouro da bolha especulativa gerada em torno da chamada "nova economia".

As bolsas de valores desabaram e a crise de confiança gerou um aumento muito grande da aversão ao risco dos investidores, que preferiram fugir de aplicações em empresas e países endividados.

Nesse ambiente, a vulnerabilidade externa da economia brasileira foi mais uma vez abalada e sob forte pressão externa combinada com o cenário eleitoral que visualizava a vitória de um candidato de esquerda, a cotação do dólar explodiu e superou o valor de

R\$ 3,60, a inflação anual chegou a quase 7% e o risco-Brasil ultrapassou os 2.000 pontos e os papéis brasileiros sofreram forte desvalorização.

O governo foi obrigado a reconhecer que o foco principal da crise era a vulnerabilidade à turbulência externa e assinou novo acordo com o FMI, renovando os empréstimos que venciam e obtendo a disponibilidade de novos recursos no total de US\$ 30 bilhões mas à custa de nova elevação da meta de superávit primário, de 3,75% para 3,88% do PIB (era de 3,5% até junho, quando foi revisada).

FHC concluiu um processo de abertura comercial e financeira apoiada em um contexto de juros reais altíssimos visando a estabilização da inflação. Com a queda da âncora cambial mantida artificialmente nos primeiros anos do seu governo e a exposição do desequilíbrio macroeconômico, os investidores e credores externos impuseram ao país, no segundo mandato, o exercício continuado de uma política obsessiva de austeridade fiscal, expressa na geração de megasuperávits primários do setor público. No entanto apesar de toda a austeridade fiscal, a dívida pública continua em trajetória ascendente devido incidência de juros elevados o que realimenta a ciranda financeira, impede o crescimento da economia real e sujeita o país aos humores dos mercados financeiros globalizados.

Só o crescimento econômico e a redução das necessidades de financiamento externo poderiam reverter a fragilidade da economia. Essa era a expectativa em relação à política macroeconômica do governo eleito em 2002; no entanto o que notamos no primeiro ano do mandato de Lula foi *“um pouco mais do mesmo”*.

3.3. O FMI e a política econômica do governo Lula

Após um período eleitoral tumultuado com mais uma forte desvalorização do Real, a vitória de um candidato de esquerda trouxe momentaneamente perspectivas de que haveria mudanças no regime de política econômica com a redução da influência externa na economia, inclusão das questões sociais na agenda de discussão do governo, fortalecimento da produção nacional, investimentos públicos etc. Porém passado um ano do mandato de Lula, praticamente nenhuma mudança relevante ocorreu. Sicsú (2003: 88) resume bem a

postura do novo governo e as questões que precisam ainda ser discutidas e esclarecidas na sociedade:

“(...) A primeira é que, embora os pilares teóricos do modelo econômico de Lula sejam os mesmos de FHC, as políticas macroeconômicas do primeiro são bem mais intensas que as do último. Em segundo lugar, a opção do presidente Lula foi por um modelo definitivo – não há qualquer plano B alternativo e não há qualquer transição em curso. Terceira, foi feita uma opção econômica para garantir uma governabilidade de base conservadora. Quarta, a redução da taxa de juros não muda o modelo, pelo contrário, é parte dele, mas será limitada e insuficiente. E, por último, diferentemente do que pregam alguns governistas, existem sim modelos alternativos que poderiam reduzir a taxa de desemprego e fazer a economia crescer e que, ao mesmo tempo, não romperiam com compromissos financeiros, não quebrariam contratos, não causariam sobressaltos, não atemorizariam o empresariado e não levariam o País para uma crise de governabilidade.”

Talvez esta postura do governo tenha sido uma tentativa para obter e consolidar credibilidade no mercado financeiro internacional que acarreta fluxo de capitais para países em desenvolvimento os quais são essenciais para o “fechamento” do balanço de pagamentos. Assim são exigidos dos governos adoção de um regime de câmbio flutuante com livre mobilidade de capitais, cumprimento de metas de inflação com Banco Central independente e cumprimento de metas de superávit primário. Contudo, vale destacar que quando são cumpridas todas estas exigências, outras são impostas mantendo a economia nacional refém da conjuntura internacional. Por exemplo, caso o Banco Central se torne independente na legislação, o mercado exigirá a prática desta autonomia.

No próximo sub-item faremos uma breve análise da evolução das principais variáveis econômicas no primeiro ano do governo Lula.

3.3.1. Breve análise do primeiro ano do Governo Lula

O ano de 2003 foi marcado pela estagnação da economia em termos de taxa de crescimento do PIB. O país experimentou um crescimento negativo de 0,2%, uma taxa bem inferior ao crescimento de 2002 de 1,9%, que também já era inexpressiva para um país como o Brasil. Esta taxa foi influenciada principalmente por dois fatores. De um lado a

agropecuária que apresentou crescimento de 5,1% seguindo a tendência apresentada em 2002 (o setor agropecuário teve a sua expansão vinculada ao aumento das exportações como veremos a seguir) e de outro, a indústria e os serviços, que apresentaram retração de 0,7% e 0,3%, respectivamente. Os dados da tabela 17 apresentam a evolução do crescimento por setores de atividade. A taxa de crescimento do PIB em 2003 fez com que o PIB per capita também apresentasse redução, o que não ocorria desde o final dos anos 90.

Tabela 17
Taxa de crescimento por setor de atividade (em %)

Ano	Agropecuária	Indústria	Serviços
2002	5,8	1,5	1,5
2003	5,1	-0,7	-0,3

Fonte secundária: Ferreira & Pelatieri (2004:12)

É inegável que a questão inflacionária mostrava-se bastante grave no início do governo Lula. Com efeito, em novembro de 2002, no final do governo FHC, a taxa de inflação mensal, anualizada em doze meses, atingia o patamar de 42,91% (IPCA) e 45,93% (ICV-DIEESE). A opção do novo governo pela postura restritiva tanto no âmbito fiscal quanto monetário com o cumprimento das determinações do acordo renovado com o FMI em 2002 resultou de fato no controle da inflação. Em 2003, a taxa de inflação foi de 9,2% (IPCA) e 9,55% (ICV-DIEESE). Estas taxas são superiores à meta fixada pelo Conselho Monetário Nacional de 8,5% mas sinalizam o forte processo de desinflação ocorrido na economia em 2003.

A taxa de juros foi o instrumento principal acionado para reverter a aceleração inflacionária. Já em fevereiro, o governo elevou a taxa básica (Selic) de 25% para 26,5% confirmando a taxa até junho. Já de junho a dezembro de 2003, os juros caíram e a taxa Selic foi reduzida em 10 pontos percentuais atingindo o valor de 16,5%.

A média anual da Selic foi de 23,3% ao ano. Em termos reais (taxa nominal descontada a inflação), esse percentual correspondeu a 13,1%. A Selic de dezembro em 16,5% significou uma taxa real entre 8% e 9% que são taxas de retorno bem superiores aos

níveis de rentabilidade operacional na maioria dos setores da atividade produtiva (médias anuais de lucro em torno de 3% nos últimos anos).

No tocante à política fiscal, o governo Lula fixou uma meta de 4,25% do PIB, superior a aprovada na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) para 2003 ainda no governo FHC. Esta medida foi instituída com o objetivo de aumentar o grau de confiança do mercado na política econômica do novo governo.

A meta de 4,25% foi atingida e inclusive superada pelos resultados efetivos ao longo do ano, mas a situação fiscal do país continuou complicada. Em outubro de 2003 a dívida atingiu 57,2% do PIB e o gasto com os juros da dívida pública totalizou aproximadamente R\$ 156 bilhões (9,8% do PIB). Isto é consequência da adoção da política monetária restritiva com incidência de juros altos sobre a dívida (51% da dívida pública estava vinculada às variações da taxa Selic).

O governo também optou por um forte contingenciamento dos gastos públicos, especialmente nos investimentos. De um orçamento aprovado de R\$ 14,2 bilhões, até outubro, foi liquidado pouco mais de 10%.

Tabela 18
Dívida Líquida do setor público

Ano	em bilhões de Reais	% do PIB
1998	388,667	41,9
1999	516,579	48,7
2000	563,867	48,8
2001	660,867	52,6
2002	881,108	56,5
2003*	890,036	57,2

*até outubro

Fonte secundária: Ferreira & Pelatieri (2004:20)

Tabela 19
Gastos com serviço da dívida pública

Ano	em bilhões de Reais	% do PIB
1998	72,6	7,3
1999	87,4	9,4
2000	78,0	7,4
2001	86,4	7,2
2002	114,0	8,1
2003*	153,9	9,8

*até outubro

Fonte secundária: Ferreira & Pelatieri (2004:21)

Já no tocante ao setor externo, destaca-se a valorização do Real frente ao dólar em 2003. A moeda americana valia ao final de 2003 em torno de R\$ 2,95 a R\$ 3,00 comparada a uma taxa média de R\$ 3,67 verificada no último trimestre de 2002 (nesta comparação, a valorização do Real teria sido da ordem de 20%).

Tabela 20
Taxa de Câmbio
(média anual)

Ano	R\$/US\$
2002	2,92
2003	3,10

Fonte secundária: Ferreira & Pelatieri (2004:14)

As exportações tiveram um aumento expressivo em 2003, aproximadamente US\$ 60,4 bilhões em 2002 para US\$ 72,6 bilhões (20%), com destaque a taxa de expansão das vendas externas da agroindústria. Já o total das importações subiu apenas 2,7% (de US\$ 47,8 bilhões para US\$ 48,5 bilhões) o que acarretou um crescimento do saldo superavitário na balança comercial de 83% (US\$ 13,1 bilhões em 2002 para US\$ 24 bilhões em 2003).

Outro aspecto que deve ser analisado no setor externo é a conta de transações correntes que apresentou um superávit de US\$ 2,4 bilhões (este resultado está vinculado ao alto superávit da balança comercial). No ano de 2002, mesmo após a desvalorização do Real, esta conta apresentou um déficit de US\$ 7,7 bilhões (em 1997 com câmbio fixo a conta apresentava um déficit de US\$ 33,4 bilhões).

A manutenção de elevadas taxas de crescimento das exportações que permite a geração de superávits em transações correntes permite a amortização de uma parcela da dívida externa privada e/ou acúmulo de reservas melhorando progressivamente os indicadores de solvência. Para isso o crescimento das exportações deve superar a taxa de crescimento das importações e a taxa de juros incidente sobre a dívida. (Prates, 2004).

Tabela 21
Balanço de Pagamentos (US\$ bilhões)

	2002	2003
Balança Comercial	13,1	24,1
Exportações	60,4	72,6
Importações	47,2	48,5
Serviços e Renda	-23,23	-24,4
Rendas	-18,29	19,7
Lucros e Dividendos	-5,16	-5,6
Juros	-13,13	-14,1
Receita	2,1	2,2
Despesa	15,3	16,3
Serviços	-4,94	-4,7
Frete + Seguros	-2,46	-2,1
Receita	1,80	2,0
Despesa	4,26	4,1
Viagens Internacionais	-0,40	0,0
Receita	2,00	2,3
Despesa	2,40	2,3
Outros serviços	-2,08	-2,6
Transferências Unilaterais	2,4	2,8
Saldo em conta corrente	-7,7	2,4
Amortizações Longo Prazo	-31,0	-27,3
Fontes	38,7	24,9
Conta Capital	0,4	0,5
IDE	16,6	9,8
Invest. em Ações/ Papéis Dom. LP	1,8	2,1
Desembolsos Médio e LP	18,6	23,2
Ativos brasileiros no exterior	-5,1	-4,3
Empréstimos ao Banco Central	11,4	14,9
Demais	-4,6	-4,3
Ativos de reservas	0,3	-17,1

Fonte secundária: Ferreira & Pelattieri (2004:16)

3.3.2. Renovação do acordo com FMI em 2005

A evolução de alguns dados econômicos em 2004 se mostra bastante favorável como crescimento do PIB, manutenção da inflação em patamar baixo, expressivo superávit comercial, superávit em transações correntes, etc. Contudo, vale ressaltar as dificuldades para a manutenção dos resultados no longo prazo, os baixos níveis de investimentos públicos em setores estratégicos como transporte, energia e apenas a inclusão dos programas sociais na agenda de discussão do governo.

Nesta perspectiva uma questão está sendo bastante discutida no segundo semestre de 2004: a renovação do acordo com o Fundo em fevereiro de 2005. O presidente Lula afirma que outro acordo com o Fundo não é necessário mas a assinatura do mesmo pode ocorrer dependendo das condições que forem negociadas.

O Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social (CDES), coordenado por Tasso Genro, apresentou publicamente dez medidas voltadas para o crescimento da economia. Entre elas, a adequação da taxa de câmbio em um patamar propício ao crescimento das exportações, estímulos à aquisição de equipamentos pelas indústrias, crescimento dos investimentos públicos, hoje contingenciados. O CDES também apoia a meta do governo de chegar a 2004 com uma taxa real de juros de 8,24% e propõe reduzir de 4,25% para 4,0% o esforço fiscal do governo para o próximo ano (meta de superávit primário).

Segundo Jorge Bittar (coordenador do Orçamento de 2004), as questões que devem ser renegociadas com o FMI, caso um novo acordo se faça necessário são retirada dos investimentos das estatais da contabilidade do superávit primário (nos países europeus, por exemplo, é incluído como déficit público relacionado a um determinado investimento apenas a parcela do empreendimento a ser amortizada naquele ano e não o valor total do projeto); emissão dos Títulos da Dívida Agrária (TDA), fundamentais para a realização da reforma agrária (os títulos da dívida agrária são de aproximadamente dez anos assim a sua emissão não é prejudicial para o perfil da dívida pública brasileira); mudança na resolução do Conselho Monetário Nacional, que limita o endividamento dos municípios de todo o país em 200 milhões de reais.

O prêmio Nobel de Economia e ex-vice presidente do Banco Mundial, Joseph Stiglitz, repete aos brasileiros, em entrevista ao jornal Valor Econômico de 12/08/03, o conselho que deu aos argentinos:

"(...) o conselho que eu dei à Argentina há um ano e meio foi: se vocês conseguirem um bom programa com o FMI, se puderem ter algum benefício, sigam em frente. Senão, é melhor não ter nenhum programa do que ter um ruim. O que a Argentina achou é que o FMI não negociaria um programa com o país e decidiu ir em frente sem o Fundo. Eles se deram muito melhor do que com o programa do FMI, revitalizaram a

economia (...) Se for um programa que estrangule a economia, então, é melhor ficar sem dinheiro a ser estrangulado."

Um processo de negociação com o FMI exige uma visão clara da identidade e função desta instituição, de sua evolução histórica, de sua atual coesão e legitimidade internacional. Existem três erros fundamentais a serem evitados na assinatura de um novo acordo com o FMI. O primeiro deles seria o de pensar que há uma convergência de interesses entre o Brasil e o FMI, como se fosse possível reduzir a dimensões técnicas ou de cálculo econômico dos seus programas condicionadores de empréstimos. Em seu livro "A globalização e seus malefícios", Joseph Stiglitz demonstra que o FMI é exatamente o contrário desta imagem ao mesmo tempo interessada e ingênua. A sua tese é simples: o FMI hoje reflete os interesses e a ideologia da comunidade financeira internacional, em particular de Wall Street. Esta identidade é garantida pela composição, modos de deliberação, mecanismos de proteção ao controle público e pelos interesses privilegiados nas políticas adotadas.

O Tesouro dos Estados Unidos, no papel de maior acionista do FMI e o único com poder de veto, tem um papel preponderante na determinação das políticas do FMI, diz Stiglitz.

Durante a grave crise financeira no Leste Asiático em 1997, o Japão ofereceu cem bilhões de dólares para criar um Fundo Monetário Asiático, com o objetivo de financiar ações necessárias para estimular a economia na região. O FMI e o Tesouro dos EUA posicionaram-se fortemente contrários a tal iniciativa, que acabou prosperando de forma discreta com o apoio da China. Mas, sobretudo, as políticas preconizadas pelo F.M.I., segundo Stiglitz, visam não os interesses dos cidadãos ou das economias em seu conjunto, mas fundamentalmente os interesses dos credores. Mesmo os empréstimos de socorro, a juros mais baratos que os disponibilizados pelo mercado, visam garantir, em última instância, o pagamento das dívidas.

Um segundo erro é entender a ortodoxia do FMI como composta de verdades inabaláveis, estabilizadas no tempo e dotadas de coerência lógica. Como instituição nascida

no contexto do pós-guerra, em plena hegemonia das correntes próximas ao keynesianismo, os princípios, objetivos e estratégias do FMI eram muito diversos dos atuais.

Nos seus inícios, o FMI apenas zelava pelo equilíbrio das transações correntes entre os países. As políticas recessivas eram recomendadas pelo FMI apenas no caso de déficits crônicos nas transações correntes de bens e serviços pretendendo diminuir a demanda agregada e, assim, diminuir as importações e elevar as exportações do país em questão. Mas até meados dos anos oitenta, mesmo após a bancarrota do México e do Brasil, os programas de ajuste recomendados pelo FMI não implicavam reformas estruturais. Estas passaram a compor as condições fundamentais impostas pelo Fundo apenas nos anos noventa, tornando-se até mais importante do que o ajuste fiscal.

Um terceiro grande erro seria conceber o FMI como uma instituição coesa, respeitada em seus diagnósticos e profundamente legitimada no cenário internacional. O FMI cometeu erros na Indonésia, Coréia e Brasil (na crise brasileira de 1998 não foi apontada as vulnerabilidades do Plano Real, como o alto nível de endividamento do setor público e a super-valorização do Real, praticada pela dupla Malan/Franco também não recebeu críticas).

O acordo atual do Brasil com o FMI é o que envolve as mais vultosas somas de empréstimo da instituição no mundo. Com a relevância geopolítica do Brasil e a projeção internacional do governo Lula, entende-se a importância que a renovação do acordo tem para a legitimidade internacional da instituição.

A primeira defesa da renovação do acordo com o FMI veio de Paulo Leme, do Banco Goldman Sachs, seguido dias depois, por Henrique Meireles, presidente do Banco Central, afirmando que, apesar de não ser uma necessidade estritamente técnica, seria recomendável a renovação.

Os argumentos de quem defende a renovação do acordo passam por dois caminhos. Um deles é o da precariedade das reservas internacionais do país, estimadas em cerca de 14 bilhões de dólares, que poderia colocar o Brasil em dificuldade diante de uma eventual conjuntura de aumento dos rendimentos dos títulos dos EUA e de deterioração do ambiente de liquidez mundial.

O segundo argumento, talvez mais decisivo, e que aparece reiteradamente exposto por economistas neoliberais, dentro e fora do governo, é o papel de um novo acordo com o FMI para preservar as linhas predominantes na política econômica no primeiro período do governo Lula.

O sentido muito político e ideológico da defesa da renovação do acordo com o FMI fica patente na declaração de Joaquim Levy, Secretário do Tesouro Nacional que afirma que o obstáculo ao crescimento "*não é o FMI mas o tamanho da nossa dívida*", (a contradição desta argumentação reside na dependência entre a evolução da dívida e seu cálculo das políticas indicadas pelo Fundo).

As lideranças do governo Lula apontam que os empréstimos do FMI são considerados mais baratos do que os das outras fontes no mercado internacional. Mas esta vantagem relativa pode ser anulada ou invertida frente aos constrangimentos impostos à política econômica.

Do ponto de vista político, um novo acordo com o FMI poderia alienar parte importante da soberania do governo em decisões chaves interrompendo a transição do governo Lula a novos padrões de política econômica mais compatíveis com suas potencialidades históricas.

Mas há certamente também o risco ético-moral. De junho de 2002 até o final dos seis primeiros meses do governo Lula, segundo dados do Banco Central, o pagamento dos juros da dívida pública chegou a 142 bilhões de reais. A vocação ético-moral do governo Lula deveria ser outra e focada nas questões sociais.

Considerações Finais

Este estudo procurou analisar as dificuldades recentes enfrentadas pela economia brasileira na busca do crescimento sustentado. Notamos que um obstáculo principal para o crescimento reside na fragilidade do Balanço de Pagamentos do Brasil que necessita para o seu “fechamento” da entrada de investimentos estrangeiros mesmo que seja investimentos de portfólio.

O processo de abertura financeira do país iniciado no governo Collor e aprofundado nos governos FHC permitiu a entrada de capitais, na sua maioria, de curto prazo atraídos por elevadas taxas de retorno. Assim quando a conjuntura sinaliza crises em países distintos e as avaliações das agências de *rating* registram elevação dos riscos, os investidores, aproveitando-se das facilidades do sistema bancário moderno, trocam rapidamente as suas aplicações retirando dinheiro do país e provocando graves crises. No Brasil, destaca-se as conseqüências das crises do México (1994), Leste Asiático (1997) e Rússia (1998).

Vale destacar também a manutenção artificial por quatro anos do regime de câmbio fixo que exigiu do governo FHC altas taxas de juros para atração de capitais estrangeiros (política monetária restritiva) combinada com uma política fiscal expansionista (“*frouxa*”) com a explosão da dívida pública (pós 1999, forte desvalorização do Real e incidência de alta taxa de juro média real de aproximadamente 11% a.a.). Em 1999, o regime de câmbio é flexibilizado e o Fundo retorna a economia brasileira impondo rigorosas metas para a inflação e para o superávit primário.

O segundo governo FHC e o primeiro ano do governo Lula que foi eleito com bandeiras oposicionistas são marcados por semi-estagnação com um taxa média de crescimento do PIB de 1,5% a.a.. Lula que apontava para uma possível mudança no regime de política econômica não encontrou raio de manobra para a implantação do seu programa eleitoral nomeando uma equipe econômica de caráter ortodoxo (“*medo vencendo a esperança*”). Lula conseguiu apenas incluir na agenda de discussões alguns temas sociais como a pobreza.

Na tentativa de evitar crises de governabilidade e reduzir a influência externa, o governo deve focar a sua política econômica na busca de produzir mega-superávits comerciais com o exterior concentrando esforços nas políticas industrial e comercial agressivas mantendo a taxa de câmbio em um patamar estável e elevado. Torna-se também necessário a implantação de controles sobre os fluxos excessivos de capitais. Este ponto gera muito temor aos investidores, mas até o próprio Fundo admite que as experiências de controle de capitais na Malásia e Chile foram bem sucedidas.

Já para reduzir a dependência direta do Brasil com o FMI propõe-se uma estratégia coreana, ou seja, cumprimento das cláusulas financeiras do contrato com o FMI, liberando-se das obrigações políticas assumidas (Carvalho, 2003). A tabela 22 mostra um comparativo entre o Brasil e os países que compõe o FMI quanto a política econômica. Segundo Filipini & Avila (2004:16) *“estes países nos receitam, através do FMI, um remédio que jamais tomariam”*.

Tabela 22
Comparação Brasil X Países FMI

Medidas Adotadas pelo Brasil	Medidas Adotadas pelos EUA e União Européia
Superávit Primário	Déficit Primário
Aumento de impostos (para fazer superávit primário)	Redução de Impostos (nos EUA)
Altas taxas de juros (10% ao ano, descontada a inflação)	Baixa taxas de juros (1 a 3% ao ano)
Redução de tarifas alfandegárias	Proteção contra as importações

Fonte: Filipini & Avila (2004:16)

Referências Bibliográficas

- AVERBUG, A. & GIAMBIAGI, F. A crise brasileira de 1998/1999 – Origens e Conseqüências. *Textos para Discussão BNDES*, Rio de Janeiro, n.º 77, maio 2000, 40 p.
- BACHA, E. O Plano Real: uma avaliação. In: MERCADANTE, A. (Org.). *O Brasil pós-Real: a política econômica em debate*. 1.ed. Campinas, UNICAMP, 1998, p. 11 – 70.
- BIANCARELI, A. M. *Liberalização Financeira, Fluxos de Capital, Financiamento Externo: Três momentos de um debate no Brasil (1989-2002)*. Campinas: UNICAMP. IE, 2003 (Dissertação, Mestrado em Ciências Econômicas).
- BRESSER-PEREIRA, L. C. & NAKANO, Y. Crescimento Econômico com Poupança Externa? *Revista de Economia Política*, Campinas, v. 23, n.º 2 (90), p. 3 – 27, abr. – jun. 2003.
- CANO, W. Biasoto e Cano avaliam 10 anos de Plano Real. *Jornal da Unicamp*, Campinas, ed. 259, jul. – ago. 2004.
- CARDOSO, E. A Crise Monetária no Brasil: Migrando da Âncora Cambial para o Regime Flexível. *Revista de Economia Política*, Campinas, v. 21, n.º 3, p. 146 – 167, jul. – set. 2001.
- CARNEIRO, R. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. 1. ed. São Paulo: Editora Unesp, 2002. 423p.
- CARVALHO, F. J. C. A influência do FMI na escolha de políticas macroeconômicas em uma economia emergente: o caso do Brasil In: SICSÚ, J., OREIRO, J. L., PAULA, L. F. de (Org.). *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. 1.ed. Rio de Janeiro, Manole, 2003. Capítulo I, p. 1 – 28.
- DELFIN NETTO, A. O Plano Real e a armadilha do crescimento. In: MERCADANTE, A. (Org.). *O Brasil pós-Real: a política econômica em debate*. 1.ed. Campinas, UNICAMP, 1998, p. 89 – 100.
- FARHI, Maryse. Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 17, p. 55-79, dez. 2001.

FERREIRA, I., CONCEIÇÃO J.J. da & PELATIERI, P. A economia brasileira em 2003/2004: breve balanço e perspectivas. *Subseção DIEESE/ CUT Nacional*, São Paulo, jan. 2004.

FILIPINI, F., LINS, R. & AVILA, R. Superávit Primário. *Cadernos para Discussão*. Fórum Brasil do Orçamento (FBO), Brasília, ago. 2004.

MARGARIDO, S. P. *Fluxos de capitais para a economia brasileira na primeira metade da década de 90*: Construção de novos vínculos financeiros externos e emergência de novos riscos. Campinas: UNICAMP. IE, 1997 (Dissertação, Mestrado em Ciências Econômicas).

MACEDO, B.G., PELLEGRINI, J. A. & PIVA, L. G. A política econômica no período de FHC, dez. 2002. Texto extraído do site *www.pt.org.br* em nov. de 2004.

MEDEIROS, C. A. Globalização e inserção internacional diferenciada da Ásia e América Latina. In TAVARES, M.C., FIORI, J.L. *Poder e dinheiro*. Uma economia política da globalização. Rio de Janeiro: Vozes, 1997.

MERCADANTE, A. Plano Real e neoliberalismo tardio. In: MERCADANTE, A. (Org.). *O Brasil pós-Real: a política econômica em debate*. 1.ed. Campinas, UNICAMP, 1998, p. 131 – 167.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. Exposição de Motivos nº 756/MF, 1998.

_____ Memorando de Política Econômica, 13/11/1998

_____ Memorando de Política Econômica, 08/03/1999

_____ Memorando de Política Econômica, 05/07/1999

_____ Memorando de Política Econômica, 02/12/1999

_____ Memorando de Política Econômica, 01/06/2000

_____ Memorando de Política Econômica, 28/11/2000

_____ Memorando de Política Econômica, 29/03/2001

_____ Memorando de Política Econômica, 12/09/2001

_____ Memorando de Política Econômica, 24/01/2002

_____ Memorando de Política Econômica, 26/03/2002

_____ Memorando de Política Econômica, 20/06/2002

_____ Memorando de Política Econômica, 04/09/2002

_____ Ofício dirigido ao diretor do FMI em 13/11/1998

- PAULA, L. F. R. de & ALVES JÚNIOR, A. J. A. Fragilidade financeira externa e os limites da política cambial no Real. *Revista de Economia Política*, Campinas, v. 19, n.º 01, p. 72 – 93, jan. – mar. 1999.
- PASTORE, C. P. & PINOTTI, M. C. Globalização, Fluxos de Capitais e Regimes Cambiais: Reflexões sobre o Brasil. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 30, n.º 1, p. 6 – 26, jan. – mar. 2000
- PEREIRA, E. A. & FERREIRA, A. N. O ajuste recessivo. *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 1, p. 31 – 52, maio - ago. 2003.
- PRATES, D. M. (1999), *Investimentos de portfólio no mercado financeiro doméstico*. In FREITAS (org., 1999), *Abertura do sistema financeiro no Brasil nos anos 90*. São Paulo/Brasília: FAPESP/IPEA, 1999, 205 p.
- PRATES, D. M. *Crises financeiras nos países “emergentes”*: uma interpretação heterodoxa. Campinas: UNICAMP. IE, 2002 (Dissertação, Doutorado em Ciências Econômicas).
- PRATES, D. M. A permanência da Vulnerabilidade Externa. *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 1, p. 31 – 52, maio - ago. 2003a.
- PRATES, D. M. A assimetria das contas externas. *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 2, p. 22 – 39, set. – dez. 2003b.
- PRATES, D. M. A insustentabilidade do ajuste externo. *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 4, p. 49 – 72, maio – out. 2004.
- RAMOS, A. P. A Política Fiscal do Plano Real e o Ajuste Fiscal para 1999/2001. *Revista de Economia Política*, Campinas, v. 21, p. 46 – 62, out. – dez. 2001.
- SALLUM JR., B. Metamorfoses do Estado brasileiro no final do século XX. *Revista Brasileira de Ciências Sociais*, São Paulo, v. 18, p. 1 – 22, jun. 2003.
- SICSÚ, J. Rumos e definições da política econômica brasileira: do Plano A de FHC para o Plano A+ de Lula. In: PAULA, João Antonio de (Org.). *A economia política da mudança: os desafios e os equívocos do início do governo Lula*. 1.ed. Belo Horizonte, Autêntica, 2003. parte IV, p. 87 –108.

Periódicos

- CONJUNTURA ECONOMICA, Faculdade Getúlio Vargas (FGV), São Paulo, Metas do Acordo com o FMI, p. 16, jan. 1999

- ECONOMIC REPORT OF THE PRESIDENT, United States Government Printing Office, Washington, p. 390-391, 2000, fev. 2000