



# Estabilização, Reformas e Desequilíbrios Macroeconômicos: Os anos FHC (Segunda Parte)

José Luis Oreiro

Professor Associado do Departamento  
de Economia da Universidade de  
Brasília

# O Segundo Governo FHC (1999-2002)

- A poucas semanas das eleições presidenciais de 1998 o governo negociou com o FMI um acordo que lhe permitia enfrentar o quadro externo desfavorável, caracterizado pelo esgotamento da disposição do resto do mundo em financiar um déficit em conta corrente da ordem de US\$ 30 bilhões por ano.
  - Fuga de capitais devido ao temor de uma forte desvalorização cambial e/ou adoção de algum tipo de controle de capitais.
  - Valor do pacote: US\$ 42 bilhões.
- O governo se comprometeu a realizar um forte ajuste fiscal com o superávit primário passando de 0% do PIB em 1998 para 2.6% do PIB em 1999, 2.8% do PIB em 2000 e 3.0% do PIB em 2001.
- O acordo não contemplava mudança na política cambial.

# Obstáculos a eficácia do acordo

- Ceticismo do mercado que achava pouco provável que o Brasil pudesse escapar de uma desvalorização cambial devido ao elevado déficit em conta corrente do balanço de pagamentos.
- Rejeição pelo congresso da proposta de contribuição previdenciária dos inativos.
  - Aumento do pessimismo externo, o que levou a aceleração da perda de reservas internacionais, a qual passou para a faixa de US\$ 500 milhões e US\$ 1 bilhão por dia.
  - Em meados de janeiro de 1999 o BACEN não teve outra opção a não ser deixar o câmbio flutuar.
    - A taxa de câmbio passa de R\$ 1,20 por dólar para R\$ 2,00 por dólar em 45 dias, uma desvalorização de 66% da taxa nominal de câmbio.
    - Medo da reedição do surto inflacionário do México.

# Fim da Crise

- Armínio Fraga é escolhido como Presidente do BACEN
- Duas medidas:
  - Elevação da taxa básica de juros.
  - Início dos estudos para a implantação do *Regime de Metas de Inflação* (troca da âncora cambial pela âncora dada pelo RMI)

# Metas de Inflação

- O sistema de metas de inflação (*inflation targeting*) engloba 5 elementos fundamentais :
  - 1 - anúncio público de metas numéricas de médio prazo para a inflação.
  - 2 - compromisso institucional com a estabilidade de preços como o objetivo fundamental da política monetária.
  - 3 - uso de todas as informações disponíveis para o controle da taxa de inflação.

# Metas de Inflação

- 4 - aumento da transparência da condução da política monetária através da comunicação para o público e para os mercados dos planos, objetivos e decisões das autoridades monetárias.
- 5 - responsabilidade crescente do banco central pela obtenção dos objetivos de inflação.

# Metas de Inflação

- Vantagens do sistema de metas de inflação :
  - 1 - em contraste com o sistema de âncora cambial, o sistema de metas de inflação permite ao banco central conduzir a política monetária para a obtenção de objetivos domésticos.
  - 2 - em contraste com o sistema de metas monetárias, o sistema de metas de inflação não depende da existência de uma relação estável entre moeda e inflação para o seu sucesso.

# Metas de Inflação

- 3 - reduz o incentivo que o banco central tem para se comportar de forma “dinamicamente inconsistente” (ou seja, impede que o banco central procure continuamente surpreender os agentes econômicos com a obtenção de uma taxa de inflação maior que a esperada).
- 4 - focaliza o debate político em torno daquilo que o banco central pode fazer no longo prazo - o controle da taxa de inflação - ao invés daquilo que ele não pode fazer - aumentar o crescimento, reduzir o desemprego e etc).



# Metas de Inflação

- Deve-se ressaltar que o sucesso do sistema de metas de inflação depende da existência de um comprometimento institucional com a estabilidade de preços.
- Esse comprometimento institucional é a “independência” do Banco Central.
- O que significa um banco central independente ?

# Independência do Banco Central

- 1- a diretoria do banco central deve estar isolada de pressões políticas : exclusão de membros do governo da diretoria do banco e nomeação dos membros da diretoria pra mandatos fixos, protegidos contra demissão arbitrária.
- 2 - o banco central deve ter controle total e exclusivo sobre os instrumentos de política monetária.

# Metas de Inflação: Desvantagens

- Desvantagens do sistema de metas de inflação :
  - 1 - baixa “*accountability*” do banco central pois a inflação é difícil de ser controlada no curto prazo e existem longos *lags* dos instrumentos de política para o resultado em termos de inflação.
  - 2 - o sistema de “metas de inflação” não é suficiente para assegurar a disciplina fiscal : “problema da dominância fiscal” ( esse sistema não impede que o Tesouro opere com déficit, financiado com um crescimento explosivo da dívida pública. No longo-prazo, o banco central seria obrigado a *monetizar essa dívida gerando inflação*).

# Metas de Inflação: Desvantagens

3 - um alto grau de dolarização dos balanços das firmas pode criar sérios problemas para esse sistema, uma vez que as metas de inflação requerem flexibilidade da taxa de câmbio ( uma forte desvalorização do câmbio pode desencadear uma onda de falência de firmas, obrigando o banco central a baixar a taxa de juros para evitar uma depressão).

# Metas de Inflação no Brasil

- METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

- 1 - a meta é um objetivo do governo, não do Banco Central do Brasil.
- 2 - Até 2001 haveria um intervalo de tolerância para as variações da taxa de inflação de 2 pontos percentuais para cima ou para baixo.
- 3 - o índice de preços escolhido como termômetro da inflação é o IPCA.
- 4 - a meta é definida em relação ao “índice cheio, sem qualquer tipo de expurgo para definir um ‘núcleo’ (*core inflation*)

# Metas de Inflação no Brasil

- 5 - as metas anunciadas não estariam sujeitas a revisões ou ajustes posteriores.
- 6 - divulgação a cada três meses dos “relatórios de inflação” com informações macroeconômicas, a justificativa para as medidas adotadas visando o cumprimento da meta, e as projeções nas quais a instituição se baseou para a sua tomada de decisão.

# Metas de Inflação no Brasil

- A operacionalidade do sistema de metas de inflação no Brasil :
- Dada a meta de inflação para um determinado período, cabe ao BCB utilizar os instrumentos que tem a sua disposição para alcançar a mesma.
- o Banco Central fixa uma meta operacional - no caso brasileiro, uma meta para a taxa de juros SELIC - que seja compatível com a obtenção da meta de inflação para o período, dadas as informações que o banco central tem a sua disposição no momento em que a meta operacional é definida.

# Metas de Inflação no Brasil

- A meta para a SELIC é fixada nas reuniões do COPOM - comitê de política monetária - sendo baseada em uma série de *indicadores antecedentes* da taxa de inflação ( nível de atividade econômica, expansão do crédito e do volume de meios de pagamento, expectativas de inflação dos agentes econômicos, etc).
- A obtenção da meta operacional se dá pelo uso dos instrumentos de política monetária (operações de mercado aberto, reservas compulsórias e redesconto).



# Metas de Inflação no Brasil

- O banco central irá aumentar a meta para a taxa SELIC se - com base nas informações obtidas desde a última reunião do COPOM - perceber que a meta não será cumprida.
- Qual a relação entre a SELIC e a taxa de inflação ?
- A relação é indireta. A SELIC é a taxa de juros básica da economia (mensal) dos empréstimos de um dia realizados no mercado inter-bancário entre o Banco Central e os bancos comerciais, sendo “lastreada” em títulos da dívida pública federal.

# Metas de Inflação no Brasil

- Quando a SELIC aumenta, os bancos comerciais ficam estimulados a reduzir o nível de “reservas excedentes” - ou seja, reservas numa magnitude maior do que o exigido pelo banco central – pois aumenta o custo de oportunidade de retenção das reservas.
- Os bancos comerciais aplicam, então, uma parte das suas reservas excedentes em títulos públicos, pois os mesmos apresentam uma rentabilidade maior do que antes.

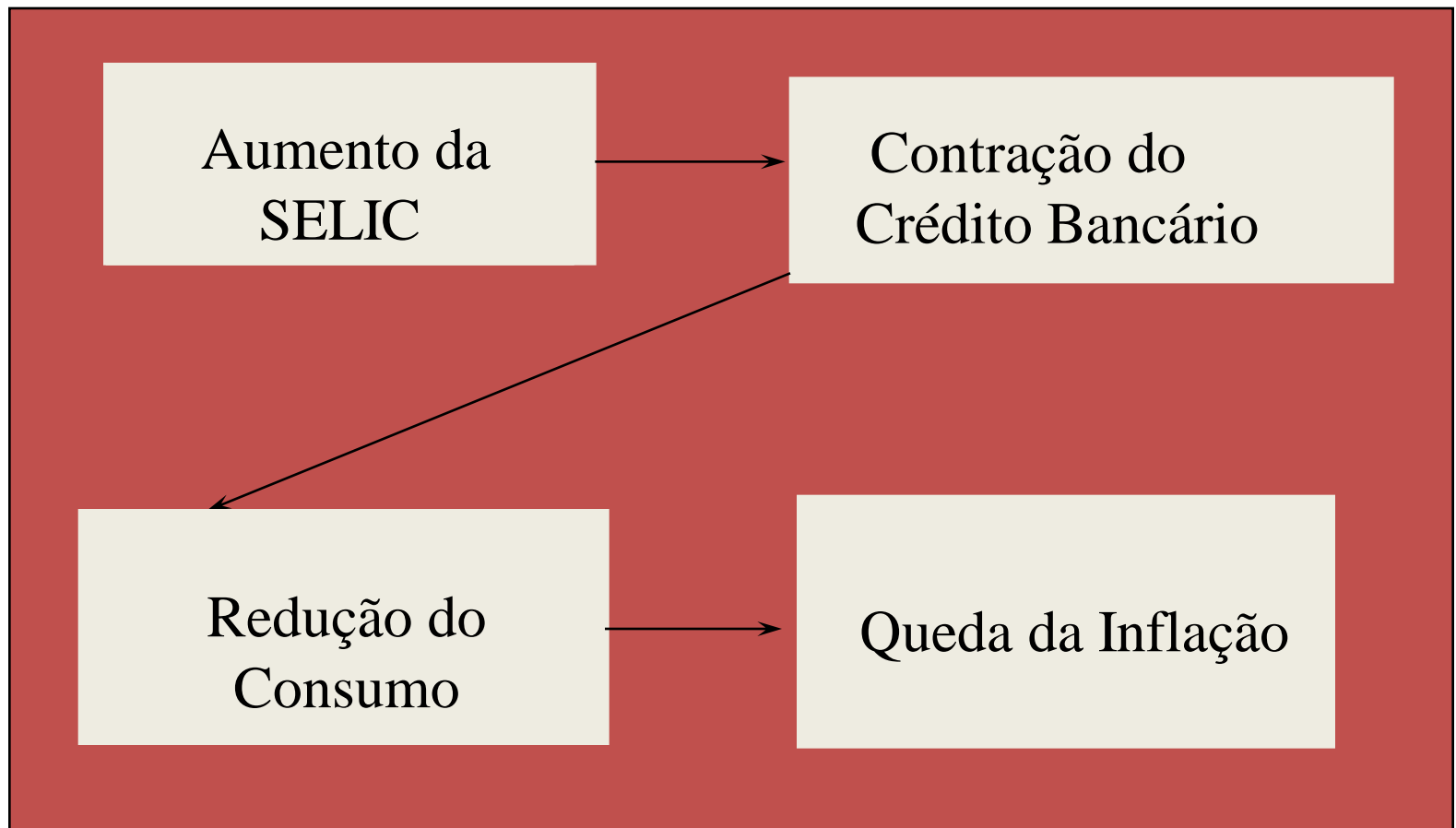
# Metas de Inflação no Brasil

- A liquidez dos bancos, medida pela relação *reservas/depósitos a vista* se reduz. Dessa forma, os bancos são obrigados a reduzir o volume de crédito concedido para restaurar a liquidez dos seus balanços.
- Essa redução do crédito bancário resulta num aumento da taxa de juros dos empréstimos.
- A elevação da taxa de juros dos empréstimos reduz os gastos de consumo - uma vez que fica mais caro financiar a compra de bens de consumo duráveis como eletrodomésticos, automóveis, etc.

# Metas de Inflação no Brasil

- Essa redução dos gastos de consumo resulta numa queda das vendas, tornando mais difícil para as empresas promoverem aumentos de preços.
- Conseqüentemente, ocorre uma redução do ritmo de aumento de preços, ou seja, a taxa de inflação se reduz.

# Metas de Inflação no Brasil



	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Meta Fixada (Banda, +/-)	8 2	6 2	4 2	3,5 2	3,25 2	3,75 2,75
Meta Revista (Banda, +/-)	- -	- -	- -	- -	4 2,5	5,5 2,5
Teto da Banda	10	8	6	5,5	6,5	8
IPCA	8,94	5,97	7,7	12,5	9,3	7,6

# Desvalorização cambial e ajuste fiscal

- Como a desvalorização cambial no Brasil aumentou o valor da dívida pública atrelada a variação cambial foi necessário fazer um ajuste fiscal maior.
- A meta de superávit primário passou a ser de 3.1% do PIB para 1999, 3.25% do PIB para 2000 e 3.35% do PIB para 2001.

**TABELA II – Descrição dos componentes do “Tripé Macroeconômico”**

<b>Tipo de Política</b>	<b>Objetivos</b>	<b>Metas Operacionais</b>	<b>Instrumentos</b>
<b>Política monetária</b>	Estabilidade da taxa de inflação a curto-prazo Inflação baixa a longo-prazo	Metas declinantes de inflação.	Taxa de juros de curto-prazo
<b>Política Fiscal</b>	Dívida pública como proporção do PIB baixa e estável no médio e longo prazo.	Meta de superávit primário	Redução do investimento público
<b>Política Cambial</b>	Autonomia da política monetária	Nenhuma	Livre flutuação da taxa nominal de câmbio.

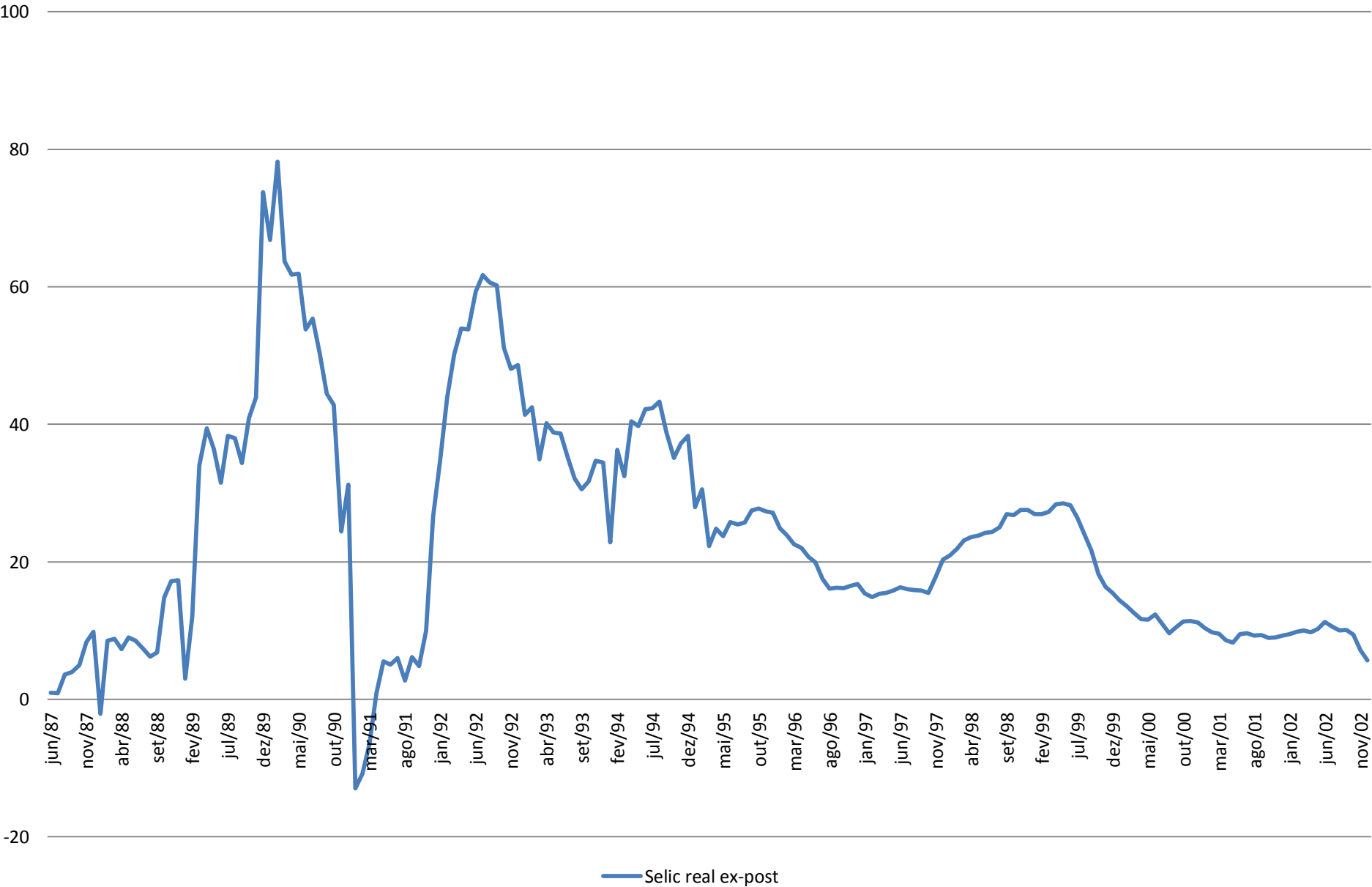
Fonte: Elaboração própria.



# Por que a desvalorização cambial não levou ao descontrole inflacionário?

- Demanda comprimida: a produção industrial no primeiro trimestre de 1999 estava 3% abaixo do valor verificado no primeiro trimestre de 1998, que por sua vez era 3% menor do que o verificado no primeiro trimestre de 1995.
- Cinco anos de estabilidade e a desmontagem dos mecanismos de reajuste haviam, de fato, ajudado a apagar a memória inflacionária.
- Juros reais muito altos (15% a.a) ao longo do ano de 1999 cumpriram o papel esperado de conter o ritmo de repasse para os preços e reverter parte da desvalorização cambial ocorrida em janeiro.
- O cumprimento das metas fiscais acertadas com o FMI criou uma confiança crescente de que a economia seria mantida sob controle.
- O aumento nominal do salário mínimo de 5% teve um papel crucial nas negociações salariais da época, balizando reajustes salariais mais baixos.
- A definição em junho de 1999 de uma meta de inflação de 8% completou o ciclo de medidas para ajustar a economia a uma inflação superior a observada em 1998, porém inferior a dois dígitos.

# Evolução da Taxa Real de Juros, Selic Real Ex-Post, Média Móvel dos últimos 12 meses % a.a (Julho de 1987 a Dezembro de 2002)



# Performance macroeconômica

- Em 1999 a economia apresentou um crescimento de 3,3% no quarto trimestre na comparação com o mesmo período de 1998.
- O crescimento supera a marca de 4% no ano 2000; mas é subitamente interrompido pela crise de energia de 2001.

# A Crise de Energia de 2001

- Raiz da crise: o governo programou nos anos anteriores para fazer uma privatização completa das usinas hidrelétricas, o que acabou não acontecendo.
  - O governo não realizou os investimentos necessários na produção de energia elétrica e nas linhas de transmissão.
  - Na segunda metade dos anos 1990 os hábitos de consumo da população brasileira mudaram sensivelmente com a massificação do uso de computadores, uso intensivo de freezers e multiplicação do número de aparelhos de televisão nas residências.
    - Aumento do consumo de energia elétrica.
  - Em 2001 devido a uma intensidade pluviométrica particularmente baixa os reservatórios da região sudeste/centro-oeste chegaram a 34% de sua capacidade em março, gerando a perspectiva de que o país ficasse sem energia em meados do ano se não fosse feito um ajuste forte e rápido da demanda.
  - Racionamento: Todos os consumidores deveriam reduzir o seu consumo de energia em 20% com relação a média do ano anterior.

	Crescimento do PIB (% a.a)	Crescimento do Consumo de Energia (%a.a)				Capacidade Instalada (% a.a)
Década		Indústria	Comércio	Residências	Total	
1981/90	1,67	5,4	5,5	7,4	5,9	4,8
1991/00	2,51	2,4	7,1	5,8	4,1	3,3
1981/00	2,09	3,9	6,3	6,6	5	4

# Fim do Racionamento

- O racionamento e a regularização das chuvas permitiu o fim do racionamento em 2002
- Consequências do racionamento:
  - O PIB apresentou contração por três semestres consecutivos em 2001.
  - Queda do faturamento das distribuidoras de energia, as quais ficaram com dívidas elevadas
    - Tarifas de energia elétrica ficaram mais caras.
  - Modelo setorial inconcluso devido a inviabilidade política de continuar com a privatização; ao mesmo tempo que as restrições fiscais impediam ou dificultavam o aumento do investimento das empresas estatais de geração de energia elétrica ligadas ao grupo Eletrobrás.

# Performance macroeconômica na Era FHC e além

- Em 2001 a economia brasileira foi prejudicada não só pela crise de energia como também pelo contágio e pelos atentados de 11 de setembro; os quais abalaram os mercados mundiais aumentando o prêmio de risco país.
- A performance da economia brasileira foi pior no segundo mandato de FHC do que no primeiro; mas houve uma melhora do saldo da balança comercial e do resultado em conta corrente do balanço de pagamentos.
- O indicador de endividamento externo, contudo, piorou.
- A era FHC marcou a transição da economia brasileira de um regime de crescimento acelerado com relativa estabilidade macroeconômica (1930-1980) para um regime de semiestagnação com inflação baixa (1995-2002).
- O ímpeto de crescimento só seria recuperado, ainda assim de forma temporária, durante os dois mandatos de Luis Inácio Lula da Silva.
- Terminada a era Lula a economia brasileira volta a desacelerar seu ritmo de crescimento, entrando na maior crise de sua história a partir do ano de 2014.
- Ainda estamos sofrendo os impactos da “grande recessão brasileira”.

Indicadores macroeconômicos	1995-1998	1999-2002
Crescimento do PIB (% a.a)	2,6	2,1
Inflação (variação % a.a do IPCA DEZ/DEZ)	9,4	8,8
FBKF/PIB a preços correntes	19,8	19
Taxa de crescimento das exportações (US\$)	4,1	4,2
Taxa de Crescimento das Importações (US\$)	14,9	-4,9
Balança Comercial (US\$ bilhões)	-5,6	3,5
Saldo em conta corrente (US\$ bilhões)	-26,4	-20,1
Dívida externa Líquida/Exportações	2,8	3,3
Consumo do governo	1,8	1,5
Consumo das famílias	3,5	0,9
FBKF	4,3	-1,6
Exportações	3,3	9,7
Importações	12,8	-4,4



**Tabela III: Performance comparada entre os regimes de política macroeconômica  
prevalentes no Brasil (1995-2005)**

<b>Período</b>	<b>Taxa Média de Crescimento do PIB real</b>	<b>Taxa de Investimento a Preços Constantes<sup>(1)</sup></b>	<b>Investimento Público como Proporção do PIB</b>
Âncora Cambial (1995-1998)	3,06	16,76	3,62
Tripé Macroeconômico (1999-2005)	2,65	14,76	2,7

Fonte: IPEADATA. Elaboração própria. Nota: (1) a preços de 2006.