



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.

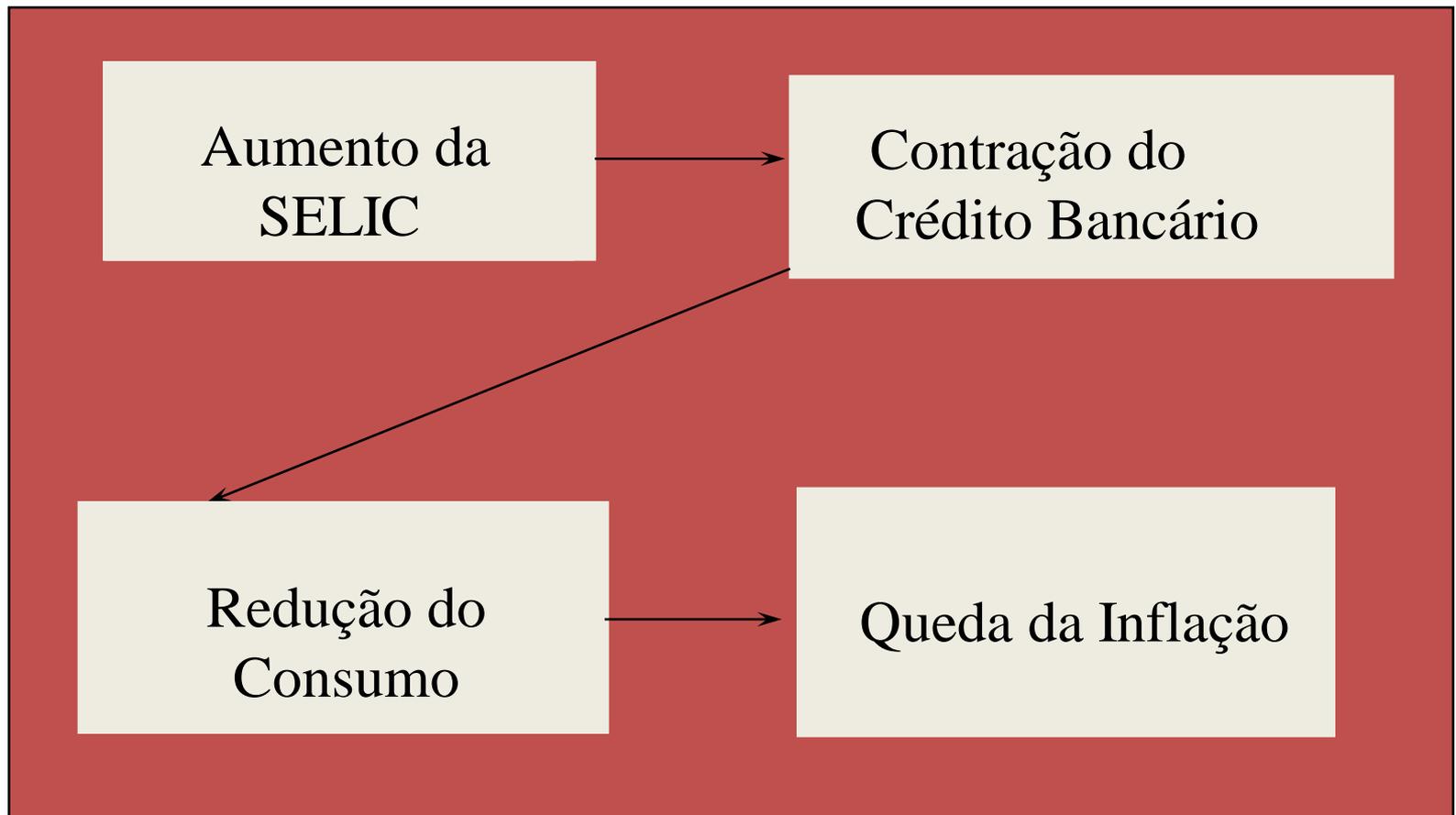
Metas de Inflação no Brasil

- 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”

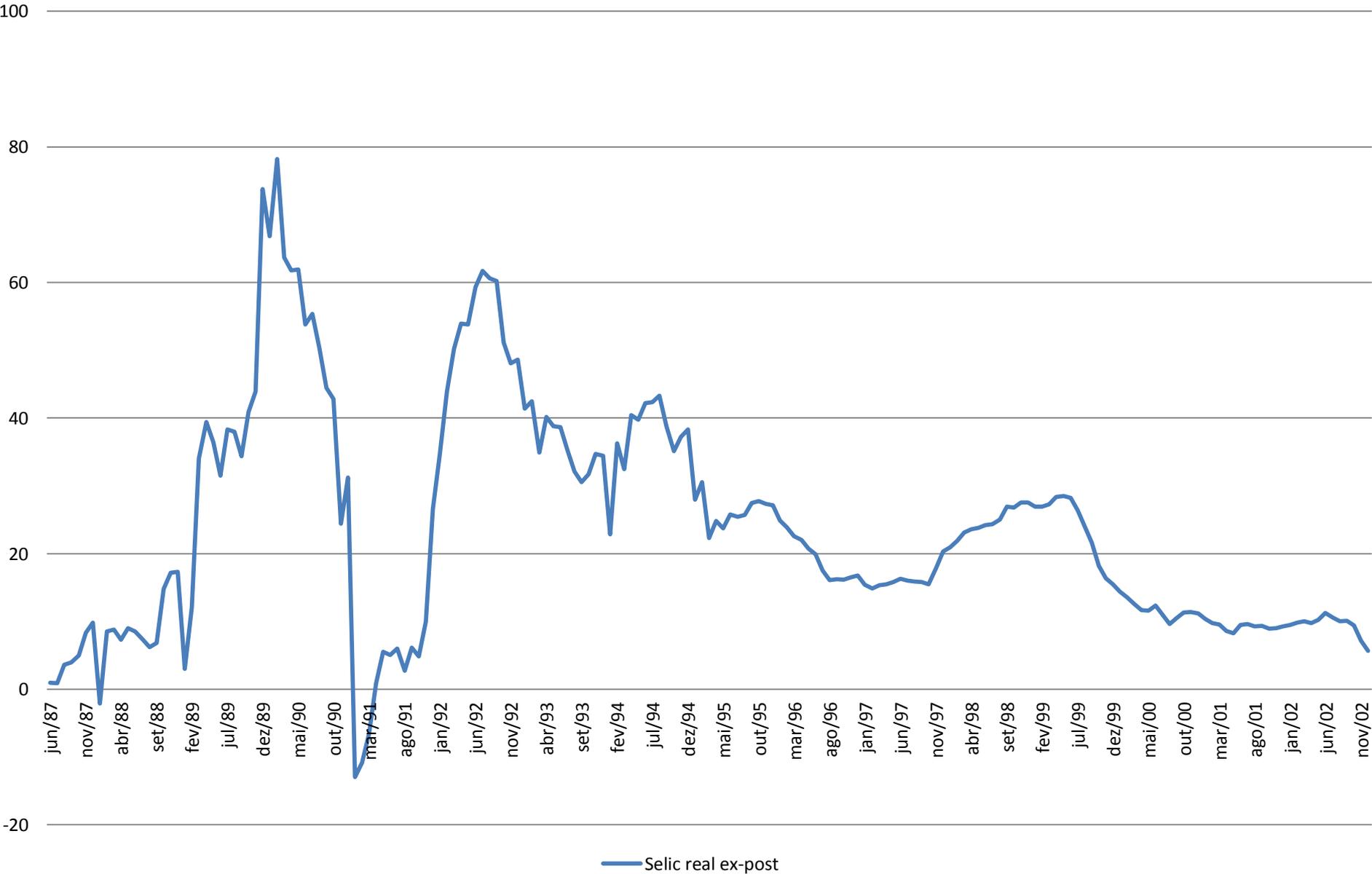
Tipo de Política	Objetivos	Metas Operacionais	Instrumentos
Política monetária	Estabilidade da taxa de inflação a curto-prazo Inflação baixa a longo-prazo	Metas declinantes de inflação.	Taxa de juros de curto-prazo
Política Fiscal	Dívida pública como proporção do PIB baixa e estável no médio e longo prazo.	Meta de superávit primário	Redução do investimento público
Política Cambial	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)**

Período	Taxa Média de Crescimento do PIB real	Taxa de Investimento a Preços Constantes⁽¹⁾	Investimento Público como Proporção do PIB
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.