



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

José Luis Oreiro

Professor Associado do Departamento  
de Economia da Universidade de  
Brasília

# O Governo FHC

- Eleições de 1994: FHC tinha claro dois pontos
- Alianças políticas eram necessárias para poder governar o Brasil.
  - Terminar o mandato na data prevista e entregar o comando do país para o seu sucessor era uma das prioridades de FHC, e condicionou as opções que ele fez na área econômica.
- FHC sabia que fora eleito para vencer a inflação e que a forma pela qual seu governo seria visto pela história estaria ligados ao êxito nessa matéria

# A Batalha da Estabilização

- O governo iniciado em 01/01/1995 havia começado sob intensa pressão.
- A economia se encontrava num estado de superaquecimento, renovando o medo de um novo fracasso como o ocorrido no Plano Cruzado.
  - Em 1994.T4 a economia havia crescido 11% na comparação com 1993.T4 (ritmo chinês de crescimento).
- Estava em curso a Crise do México, na qual a situação do balanço de pagamentos no final de 1994 levou a uma drástica desvalorização cambial com efeitos de contágio sobre o currency board Argentino.
  - Alimentava-se a suspeita de que regimes de câmbio fixo poderiam não acabar bem e que o Brasil poderia ser afetado por uma crise similar.
- Como resultado combinado do superaquecimento e da redução da entrada de capitais devido ao contágio de crise Mexicana, as reservas internacionais do Brasil começaram a cair.
  - Junho de 1994: US\$ 43 bilhões
  - Dezembro de 1994: US\$ 39 Bilhões
  - Março de 1995: US\$ 34 Bilhões
  - Abril de 1995: 32 Bilhões.
- Resistência da inflação a queda: No período compreendido entre junho de 1994 a junho de 1995 a variação dos preços medida pelo IPCA era de 33%.

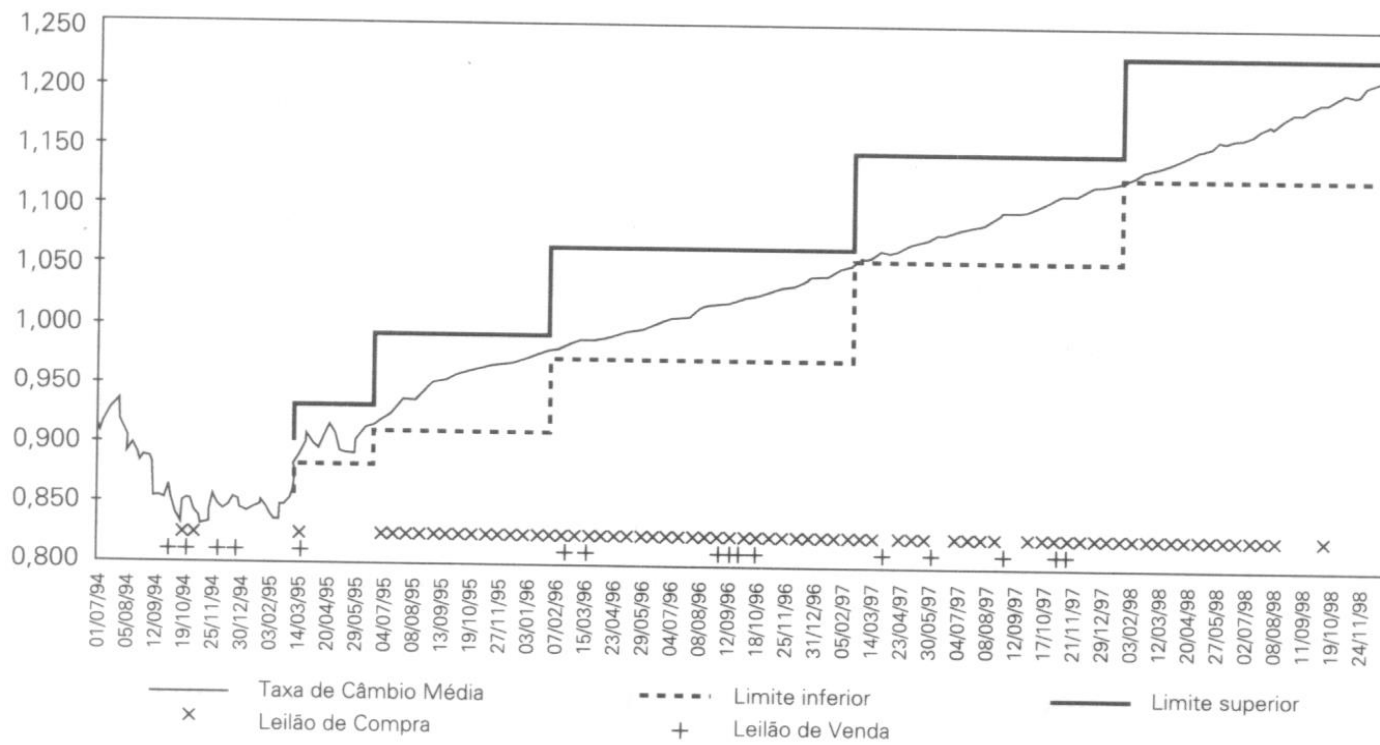
# Reação da Política Econômica

- Março de 1995
  - Desvalorização controlada de 6% da taxa nominal de câmbio após a qual o BACEN passou a administrar um regime de micro-desvalorizações (banda cambial deslizante).
  - Elevação da taxa de juros que passou de 3,3% a.m em fevereiro para 4,3% em março, aumentando o custo de carregamento de divisas.
- O governo mostrou disposição em defender a nova política cambial fazendo com que os investidores voltassem ao país.
  - As reservas internacionais fecham o ano de 1995 em US\$ 52 bilhões.
  - A inflação começa a ceder e a taxa anual de inflação cai ao longo dos 4 anos seguintes.
- O Plano Real foi salvo por dois fatores:
  - Política monetária contracionista com juros reais extremamente elevados.
  - Situação do mercado financeiro internacional: retorno da ampla liquidez e atratividade dos investimentos financeiros em países emergentes.
- O PIB dessazonalizado se contraiu em 3% entre 1995.T1 e 1995.T3.
  - O efeito carry-over de 1994 garantiu, contudo, um bom resultado para o PIB de 1995.

# Regimes Cambiais no Brasil (1994-1998)

Gráfico 12.1

A evolução das políticas de bandas cambiais, julho de 1994 a dezembro de 1998

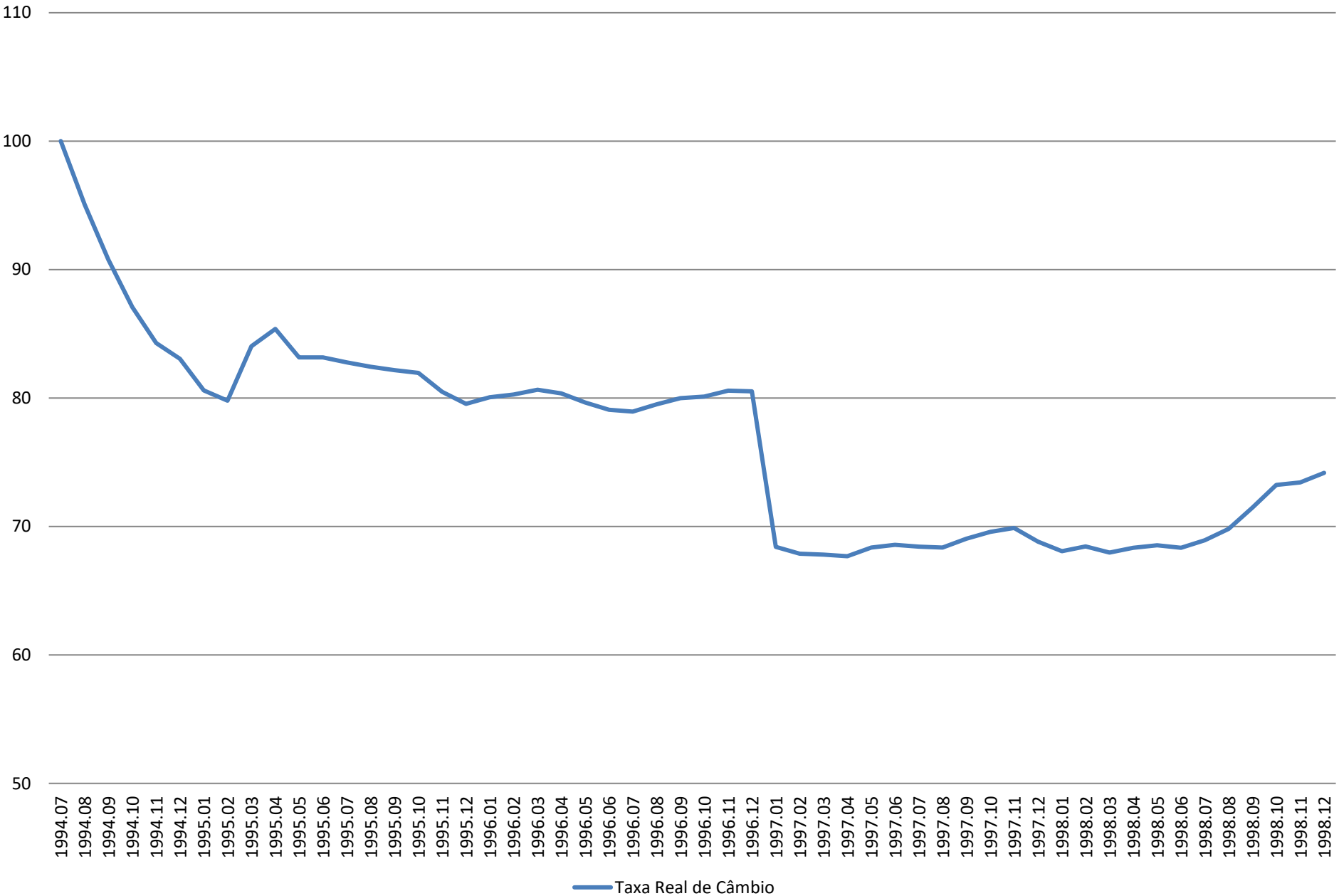


Fonte: Banco Central do Brasil.

# A Crise em Gestação (1995-1998)

- Flancos expostos da gestão macroeconômica
  - Desequilíbrio externo crescentes.
  - Desequilíbrio fiscal.
- Desequilíbrio externo
  - Razão: forte aumento das importações que se seguiu ao Plano Real, combinado com um desempenho fraco das exportações.
  - No período 1995-1997 as importações (em US\$) cresceram a taxa média de 21,8% a.a; ao passo que as exportações cresceram a taxa média de 6,8% a.a.
  - O financiamento do déficit em conta corrente gerou um efeito de realimentação dos desequilíbrios, pois o déficit em conta corrente era financiado com empréstimos externos e com a entrada de capitais.
    - Aumento do Passivo Externo Líquido.
  - Todos esses fenômenos eram consequência da forte apreciação da taxa real de câmbio que tinha sido verificada nos primeiros meses do Plano Real.

# Evolução da Taxa Real Efetiva de Câmbio - INPC - Exportações - Manufaturados (1994.07 = 100)



# Por que o governo deixou isso ocorrer?

- Medo de que a desvalorização cambial pudesse sair do controle (como no caso do México) e tivesse um impacto inflacionário significativo.
- O melhor momento para a desvalorização teria sido em 1995 quando o nível de atividade estava se contraindo, o que dificultava o repasse da desvalorização cambial para os preços. Contudo, a memória da inflação alta era muito recente e as taxas mensais de inflação ainda eram elevadas, o que desaconselhava uma desvalorização forte do câmbio.
  - A janela para a desvalorização se fechou no final de 1995 quando a economia voltou a crescer de forma acelerada e em 1997 quando se discutia a emenda constitucional propondo a possibilidade de reeleição para os cargos executivos, incluindo a Presidência da República.
  - Em 1997 o déficit em conta corrente chegou a 4% do PIB.
- O governo esperava que o mundo continuasse financiando o país num processo em que os ajustes seriam sendo feitos de forma gradual (o mesmo erro do II PND)



# Desequilíbrio Fiscal

- Características:
  - Déficit primário do setor público consolidado: 0,09% do PIB em 1996 e 0,97% do PIB em 1997.
  - Déficit público nominal médio de 7% do PIB no período 1995-1998.
  - Dívida pública crescente.
- Cerca de 2/3 da piora do resultado da NFSP entre o período de 1991-1994 e 1995-1998 foram causados pela deterioração do resultado primário.
  - Efeito Oliveira Tanzi às avessas: a súbita redução dos patamares inflacionários após a implementação do Plano Real produziu um aumento do déficit público.

	1991-1994	1995-1998	deterioração	composição
Resultado Primário (RP)	2,90%	-0,20%	3,10%	66%
Juros Reais (JR)	3,30%	4,90%	1,60%	33%
NFSP = JR - RP	0,40%	5,10%	4,70%	100%

# Contando com os Russos?

- No período 1995-1998 ocorreu uma deterioração dos indicadores de endividamento externo e público.
  - O governo achava que as privatizações podiam comprar o tempo necessário para fazer o ajuste gradual na taxa de câmbio e nas contas fiscais.
  - O problema é que o governo não contava com os russos ....

# O Desfecho

- A política econômica baseada na combinação de déficits em conta corrente e taxas de juros reais elevadas podia ser sustentada enquanto houvesse espaço para a ampliação do endividamento externo e público.
- Esse espaço foi sendo progressivamente fechado e deixou de existir no segundo semestre de 1998 com a eclosão da Crise Russa.
  - O mundo deixa de financiar o Brasil pois ninguém mais acreditava na sustentabilidade do regime de câmbio fixo.
  - Expectativa de mudança de regime cambial e, portanto, de uma súbita e intensa desvalorização da taxa nominal de câmbio.
  - O regime cambial será mantido até janeiro de 1999.

Tabela 10

POUPANÇA EXTERNA, POUPANÇA INTERNA E INVESTIMENTO  
EM % DO PIB — 1992-2005

Ano	Poupança externa <sup>1</sup>	Poupança interna	Investimento <sup>2</sup>
1992	-0,92	19,35	18,42
1993	0,76	18,53	19,28
1994	0,92	19,83	20,75
1995	2,58	16,23	18,81
1996	2,91	14,88	17,79
1997	3,84	14,58	18,42
1998	4,03	14,35	18,38
1999	4,33	12,96	17,29
2000	3,94	14,07	18,01
2001	4,10	13,83	17,93
2002	1,13	15,56	17,98
2003	-0,57	16,85	16,28
2004	-1,72	19,56	17,67
2005	-1,49	19,46	17,97

Fontes: [www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br) e [www.ibge.gov.br](http://www.ibge.gov.br).

Notas: <sup>1</sup> Poupança externa = déficit em conta corrente.

<sup>2</sup> Investimento = formação bruta de capital fixo.

# Substituição de Poupanças

- ▶ Por que razão a poupança externa parece ter um impacto negativo ou, no melhor dos casos, insignificante sobre o investimento e o crescimento de longo-prazo?
- ▶ Uma razão para isso é que a poupança doméstica e a poupança externa são substitutos ao invés de complementares.
- ▶ Dessa forma, um aumento da poupança externa é, via de regra, usado para financiar um aumento do consumo doméstico, deixando inalterado o investimento.

# O Mecanismo de Substituição de Poupanças

- ▶ A substituição de poupanças ocorre em função de uma valorização da taxa real de câmbio.
- ▶ Quando o câmbio real se aprecia ocorre um aumento do salário real e da participação dos salários na renda nacional.
- ▶ Como a propensão a consumir a partir dos salários é maior do que a propensão a consumir a partir dos lucros ocorre um aumento do consumo doméstico e, dessa forma, uma redução da taxa de poupança.
- ▶ A apreciação do câmbio real, por outro lado, gera uma redução das exportações e um aumento das importações produzindo assim um aumento do déficit em conta corrente, ou seja, um aumento da poupança externa.