

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

CRISES CAMBIAIS: UM ESTUDO DO CASO BRASILEIRO

Gustavo Manso de Carvalho Andrade
nº matr. 9514285-2

Orientador: Ilan Goldfajn

Junho de 1999

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

Meus sinceros agradecimentos ao meu orientador Ilan Goldfajn, pelos comentários objetivos e brilhantes.

Agradeço aos professores Demóstenes Pinho Madureira Neto, Jorge Vianna Monteiro e Gustavo Franco, pela disposição em colaborar e pelos ensinamentos transmitidos.

Agradeço também aos meus amigos, que me apoiaram durante todos estes anos na PUC e propiciaram momentos de agradável convivência.

Por fim, agradeço aos meus pais, pela compreensão e carinho demonstrados durante todo este tempo.

CRISES CAMBIAIS: UM ESTUDO DO CASO BRASILEIRO

| | |
|---|----|
| I. INTRODUÇÃO | 5 |
| II. MODELOS ECONÔMICOS DE CRISES CAMBIAIS | 9 |
| II.1 - PRIMEIRA GERAÇÃO DE MODELOS - O MODELO “CANÔNICO” | 9 |
| II.2 - SEGUNDA GERAÇÃO DE MODELOS | 13 |
| II.3 - CRISES CAMBIAIS SEM FUNDAMENTOS ECONÔMICOS | 17 |
| III. O PLANO REAL | 21 |
| III.1 - FORMULAÇÃO DO REAL | 21 |
| III.2 - PRIMÓRDIOS DO PLANO (JUN/93 - JUN/94) | 23 |
| III.3 - EUFORIA PÓS-ESTABILIZAÇÃO (JUL/94 - ABR/95) | 27 |
| III.4 - DETERIORAÇÃO DOS FUNDAMENTOS (MAI/95 - DEZ/96) | 30 |
| III.5 - CRISE ASIÁTICA (JAN/97 - DEZ/97) | 34 |
| III.6 - CRISE RUSSA E FLUTUAÇÃO DO REAL (JAN/98 - JAN/99) | 38 |
| IV. A CRISE BRASILEIRA | 43 |
| IV.1 - INTRODUÇÃO | 43 |
| IV.2 - A QUESTÃO FISCAL | 45 |
| IV.3 - A QUESTÃO POLÍTICA | 51 |
| V. CONCLUSÃO | 57 |
| REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS | 62 |

I. INTRODUÇÃO:

Depois de um período de maciço controle de capital, em que as crises cambiais eram raras, voltamos a viver, principalmente na década de 90, sob intensa turbulência internacional. A Europa, o México, o Sudeste Asiático e a Rússia já foram cenário de graves crises que fizeram seus governos desvalorizarem a moeda. Mais recentemente, o Brasil, que implantara com sucesso um plano de estabilização em 1993, sucumbiu ao ceticismo dos investidores internacionais.

As crises recentes têm se caracterizado basicamente pela impotência dos governos locais face a uma vultuosa e repentina fuga de capitais. Os chamados ataques especulativos são resultados de uma crise de confiança, onde os investidores não acreditam mais no compromisso do governo em manter uma determinada taxa de câmbio. Há, neste caso, um círculo vicioso, já que, por um lado, a expectativa de desvalorização os leva a abandonar o país e, por outro, a perda de reservas aumenta ainda mais a pressão sobre a taxa de câmbio. A crise cambial assume grandes proporções ao ingressar nesta lógica circular.

A literatura econômica sobre o assunto é extensa. Em 1979, era criado por Krugman o primeiro modelo para explicação de crises cambiais - o modelo “canônico”. Ele seria refinado, posteriormente, por Flood and Garber (1984). Esta primeira geração de modelos foi produzida em resposta às crises cambiais em países emergentes como México (1973-1982) e Argentina (1978-81) e se baseava na idéia de que a inconsistência entre política doméstica e externa levaria à crise cambial.

No entanto, com o passar do tempo, as crises sofreram mudanças em algumas de suas características e não podiam mais ser explicadas pelo modelo canônico. As crises dos anos 90 ensejaram, então, a criação de uma segunda geração de modelos, que procurou incluir em sua análise as restrições a que está sujeita a autoridade monetária e as ferramentas que ela possui para enfrentar um ataque à moeda local.

Além disso, passou-se a considerar a possibilidade de crise cambial sem fundamento econômico. Neste sentido, é possível destacar pelo menos quatro cenários de crises não relacionadas a inconsistências de política econômica: crises auto-realizáveis, quando políticas endógenas levam ao pessimismo do investidor; comportamento de manada, quando investidores tomam suas decisões seguindo outros investidores; manipulação do mercado, quando grandes agentes utilizam seu poder de influência para obter lucros extraordinários; contágio, quando países com ligações econômicas nem sempre intensas com o país em crise também são alvos de ataques especulativos.

Depois de analisar os modelos de crises cambiais, passamos ao estudo empírico das crises, focando as atenções no caso brasileiro. Nossa análise vai desde a introdução do programa de estabilização brasileiro, em junho de 1993, até a crise que leva à flutuação do real, em janeiro de 1999.

O Plano Real não era muito diferente de outros programas de estabilização bem sucedidos e tinha como três pilares fundamentais: (i) um ajuste fiscal que passava pela total reestruturação financeira e administrativa do setor público; (ii) uma reforma monetária na qual se criaria uma moeda indexada - a URV - que depois se

tornaria a moeda nacional; (iii) a abertura da economia através da liberalização comercial e de uma nova política cambial.

A economia brasileira viveu situações bastante distintas durante o período do plano. Os momentos iniciais foram de euforia. A expansão do crédito, a abertura às importações e o aumento de renda real das classes menos favorecidas serviram para produzir um cenário de otimismo quanto ao futuro do país.

A partir de meados de 1995, contudo, a situação foi se tornando menos confortável. As contas públicas começaram a apresentar uma deterioração contínua, que o governo não conseguiu evitar. Apesar disto, o país ainda contava com vultuosas entradas de capitais, que ajudaram a manter o otimismo em relação ao programa de estabilização.

Foi só em 1997 e 1998 que o Brasil enfrentou os primeiros grandes desafios. As crises da Ásia e da Rússia atingem o país violentamente. Sem poder apresentar uma melhora nos fundamentos econômicos, o país experimentou uma intensa fuga de capitais. Só então o governo começa a enfatizar a necessidade de se acelerar as reformas. Mas esta iniciativa parece ter vindo tarde demais e o real é levado a flutuar no dia 13 de janeiro de 1999.

O objetivo deste trabalho é estudar a crise cambial brasileira de janeiro de 1999 à luz dos modelos existentes na literatura econômica. É possível destacar dois grupos distintos de elementos que levaram ao abandono do regime cambial vigente. No primeiro grupo, encontram-se os fatores de natureza fiscal que se deterioraram continuamente e enfraqueceram o plano ao longo do período. Estes fatores serão analisados sob a ótica da primeira geração de modelos. No outro grupo, encontram-se os

elementos de natureza política que precipitaram a crise em janeiro de 1999. Eles serão analisados a partir da segunda geração de modelos de crises cambiais.

Por fim deseja-se concluir que a crise brasileira é resultado da interação entre estes dois tipos de elementos. O desequilíbrio das contas públicas teria condenado o regime cambial brasileiro ao fracasso e a conjuntura política do final de 1998 e início de 1999 precipitado este fim.

II. MODELOS ECONÔMICOS DE CRISES CAMBIAIS

II.1 - PRIMEIRA GERAÇÃO DE MODELOS - O MODELO “CANÔNICO”

O modelo canônico de crise cambial é derivado do trabalho de Stephen Salant, que, na década de 70, desenvolveu um estudo sobre a fragilidade do sistema internacional de controle do preço de *commodities*. Sua principal preocupação estava no alto grau de exposição deste sistema a ataques especulativos devastadores.

O ponto de partida de Salant é o modelo de Hotelling para recursos esgotáveis. Nele, o preço destes recursos deveria crescer de acordo com a taxa de juros vigente na economia e o seu nível seria determinado de forma a garantir que, quando se atinja um preço onde não há mais demanda, estes recursos estejam esgotados.

Imagine agora que, no mercado internacional de *commodities*, fosse criado um órgão de controle de preços. Se o preço pelo qual este órgão estivesse disposto a comprar e vender fosse maior do que o preço que vigoraria caso não houvesse intervenção, os especuladores iriam vender os recursos em seu poder, uma vez que não haveria possibilidades de ganhos de capital em os reter. Teríamos, então, um acúmulo inicial de estoques por parte do órgão controlador. Esta situação seria estável até que o preço de Hotelling atingisse o nível fixado pelo órgão central. Neste momento, voltaria a haver possibilidades de ganhos de capital por parte dos especuladores e a pressão do lado comprador seria elevadíssima. Se o órgão de controle insistisse em segurar os preços no mesmo nível, ele teria seus estoques rapidamente esgotados.

Não tardou para que alguns economistas percebessem que este modelo poderia ser facilmente adaptado às crises cambiais. KRUGMAN (1979) foi o primeiro trabalho nesta linha, que seria depois refinado por FLOOD e GARBER (1984). A idéia, bastante semelhante à de Salant, era a de que a tendência ao aumento de preço da moeda estrangeira estava ligada à emissão de dinheiro para cobrir o déficit público. Assim, em algum momento a taxa de câmbio fixada pelo banco central seria superada e sofreria um ataque especulativo que esgotaria instantaneamente as reservas internacionais em poder do banco central. Na época, países emergentes como México (1973-1982) e Argentina (1978-81) enfrentavam sérios problemas deste tipo e esta primeira geração de modelos foi bastante útil na explicação destas crises.

O grande atrativo do modelo canônico é a sua simplicidade. Considere um país pequeno que fixa sua moeda em relação a uma moeda estrangeira. O equilíbrio no mercado monetário doméstico é dado por

$$m - p = -\alpha(i) , \alpha > 0 \quad (1)$$

onde m é o log da oferta de moeda doméstica, p é o log do nível de preços doméstico e i é a taxa de juros em moeda local. A oferta de moeda tem dois ativos como contrapartida no balanço do banco central: crédito doméstico líquido, cujo logaritmo é d , e reservas internacionais, cujo logaritmo é r . Log-linearizando esta identidade temos:

$$m = d + r \quad (2)$$

A taxa de juros e o nível de preços locais estão sujeitos a arbitragem internacional. Por isso, escrevemos o nível de preços como:

$$p = p^* + s \quad (3)$$

onde p^* é o logaritmo do nível de preços internacional e s é o logaritmo da taxa de câmbio. E a taxa de juros como:

$$i = i^* + s^{\bullet} \quad (4)$$

onde i^* é a taxa de juros em moeda estrangeira e s^{\bullet} é o valor esperado da variação da taxa de câmbio.

Quando a taxa de câmbio de um país é fixa, os preços domésticos acompanham os preços internacionais, a taxa de juros doméstica é igual a internacional e a quantidade de reservas se ajusta para equilibrar o mercado monetário. Por outro lado, quando se deixa o câmbio flutuar, as reservas internacionais permanecem constantes e é a taxa de câmbio que equilibra o mercado monetário.

Num mundo sem incertezas, com a taxa de câmbio fixa $s = s^-$, temos $s^{\bullet} = 0$ e $i = i^*$. Supondo que o financiamento do déficit público exija que o crédito doméstico líquido cresça a uma taxa constante, μ , e que i^* e p^* sejam constantes. Substituindo as expressões (2), (3) e (4) na expressão (1) obtemos:

$$r + d - p^* - s^- = -\alpha(i^*) \quad (5)$$

Neste cenário, com taxa de câmbio, preço internacional e taxa de juros internacional fixos, d cresce a taxa μ e r a taxa $-\mu$. Claramente em algum momento esgotar-se-ão as reservas internacionais e o governo não conseguirá segurar a taxa de câmbio.

Vencida a barreira das reservas internacionais, só resta ao país a alternativa de deixar o câmbio flutuar. Chamemos de s^{\sim} a taxa de câmbio oculta, isto é, a taxa de câmbio que prevaleceria se os especuladores comprassem todas as reservas do

governo e o câmbio se tornasse flexível. Ela equilibra o mercado cambial após o ataque especulativo. Considerando $i^* = p^* = 0$, obtemos a partir de (5),

$$d - \tilde{s} = -\alpha(s^{\bullet}) \quad (6)$$

Isto é,

$$\tilde{s} = \alpha\mu + d \quad (7)$$

Na Figura 1 temos o gráfico da equação (7). A taxa de câmbio oculta se iguala a taxa de câmbio fixada pelo banco central em um nível $d = d_a$. Quando $d < d_a$, não há possibilidades de ganhos de capital, pois, após um ataque especulativo, a taxa de câmbio se apreciaria e a especulação seria um mau negócio. Se, por outro lado, eles esperassem até que $d > d_a$, teríamos $\tilde{s} > s^-$ e existiriam ganhos a se realizar através da venda de moeda doméstica. Neste caso, os especuladores antevêm estes ganhos e competem entre si procurando agir antes dos outros. No equilíbrio, o ataque se dará quando $d = d_a$.

Após um ataque especulativo, dois ajustes são feitos: a oferta de moeda sofre uma diminuição igual a perda de reservas e a demanda por moeda cai devido ao aumento da taxa de juros doméstica, causado pela depreciação do câmbio. O equilíbrio do mercado monetário se dá quando estes dois efeitos são iguais. Por hipótese, as reservas internacionais se comportam ao longo do tempo de acordo com a expressão, $r_t = r_0 - \mu t$, e, no momento do ataque (T), o nível de reservas cai para zero. Assim sendo, temos $-\Delta r = r_0 - \mu T = \alpha\mu$. Rearrmando obtemos:

$$T = (r_0 - \alpha\mu) / \mu \quad (8)$$

Ou seja, quanto maior o estoque inicial de reservas ou quanto menor a taxa de expansão do crédito, mais tempo se tem até que ocorra o ataque especulativo.

A primeira geração de modelos procura explicar as crises cambiais a partir de inconsistências entre o financiamento do déficit público através da emissão de moeda e a manutenção de uma taxa de câmbio fixa. Estas duas políticas podem coexistir no curto prazo, se o banco central tiver reservas suficientes, mas, quando estas reservas se tornam inadequadas, não há como resistir a um ataque especulativo.

Estes modelos iniciais apresentam pelo menos duas virtudes. Em primeiro lugar, muitas crises de fato são resultado de uma inconsistência entre política doméstica e de câmbio. A forma simplificada pela qual esta inconsistência é tratada poderia ainda ser adaptada a sistemas cambiais mais complexos. Em segundo lugar, o modelo canônico nos fornece uma explicação econômica razoável para a perda abrupta de reservas durante um ataque especulativo. Ao contrário de algumas teses que procuram relacionar a fuga de capitais à irracionalidade dos investidores internacionais, o modelo canônico nos dá indícios de que esta fuga reflete apenas a existência de oportunidades de ganhos especulativos.

II.2 - SEGUNDA GERAÇÃO DE MODELOS

A segunda geração de modelos procura corrigir uma falha grave da geração anterior - a maneira mecânica como é tratada a política do governo. No modelo canônico, vimos que a autoridade monetária emite moeda a uma taxa constante para cobrir o déficit público e, quando ela se defronta com um ataque especulativo, vende suas reservas internacionais até esgotá-las.

Ao contrário destas hipóteses, as evidências empíricas nos mostram que, ao se deparar com uma crise, são diversas as ferramentas nas mãos dos governantes para

enfrentá-la. É comum, por exemplo, que se reduza o gasto público a fim de reverter situações de dificuldades no balanço de pagamentos. Além disso, políticas monetárias restritivas são freqüentemente postas em prática para atrair o capital estrangeiro. Nessa hora, o que o governo faz é ponderar os benefícios e custos de suas ações, escolhendo aquela que traga menos perdas sociais, mesmo que isto o leve ao abandono do câmbio fixo. Devemos reconhecer, então, que a defesa de uma taxa de câmbio vai muito além da mera venda do estoque de reservas internacionais, implícita nos primeiros modelos de crise cambial.

A segunda geração de modelos, cujo melhor representante é OBSTFELD (1994), vem justamente preencher esta lacuna deixada pelos primeiros modelos. Desenvolveremos aqui uma versão simplificada do modelo de Obstfeld, apresentada por FLOOD e MARION (1998).

Um ponto central deste modelo é que o governo se comporta de acordo com o seguinte problema de minimização:

$$\min L = (\theta\delta^2) / 2 + (\delta - E\delta - u - k)^2 / 2 \quad (9)$$

onde L é a função de perda social, δ é a taxa de desvalorização cambial, $E\delta$ é a taxa de desvalorização cambial esperada, u é um choque de média zero e variância σ^2 , k é uma medida de distorção e θ é o peso relativo dado à mudança de preços.

É usual considerarmos duas formas de se fazer política econômica: a regulada e a discricional. Na primeira, a ação do governo não depende da situação atual, ela segue uma regra preestabelecida. Na segunda, ao contrário, o governo tem a liberdade de mudar sua política a cada momento, tendo a disposição informações recentes e expectativas predeterminadas.

Se o governo segue como regra $\delta = 0$ (taxa de câmbio fixa), obtemos o valor esperado da função de perdas (9)¹:

$$EL^R = (\sigma^2 + k^2) / 2 \quad (10)$$

onde EL^R é o valor esperado da função de perdas sob taxa de câmbio fixa.

Se, entretanto, o governo adota a política discricional, temos que as expectativas formadas pelo setor privado são $E\delta = k/\theta$. Considerando $\theta = 1$, para simplificar, obtemos:

$$EL^D = \sigma^2 / 4 + k^2 \quad (11)$$

onde EL^D é o valor esperado da função de perdas sob a política discricional.

Conforme se pode observar nas equações (10) e (11), $EL^R < EL^D$ quando $\sigma^2 < 2k^2$. Então, na ausência de choques ($\sigma^2 = 0$), a sociedade estará inequivocamente melhor sob a política regulada do que sob a discricional. Isto porque, se não há distúrbios aos quais se ajustar, seguir uma regra clara e transparente é sempre mais eficiente do que tentar mudar de rumo a todo momento. Se, entretanto, a variância dos choques σ^2 for suficientemente grande, os benefícios de poder adaptar-se a uma nova situação, que se delineia no início de cada período, fazem com que a política discricional seja a mais eficaz.

O comportamento ótimo do governo deveria ser, então, uma mistura de estratégias, seguindo uma regra na maior parte do tempo, mas abrindo uma brecha para que numa situação de emergência possa estar livre para tomar a melhor atitude. Em termos de política cambial, nossa área de interesse, isto significa adotar um regime de paridades ajustáveis, isto é, o governo mantém uma taxa de câmbio fixa, mas, quando

for necessário, promove uma mudança neste preço relativo para atender seus interesses, expressos na função de perda social.

É claro que a cada vez que o governo utiliza-se desta cláusula de escape, algum custo deve incidir sobre ele, pois do contrário este mecanismo seria utilizado todo o tempo e voltaríamos a ter uma política discricional. O custo de promover um ajuste na taxa de câmbio pode ser associado a uma perda de credibilidade do governo ou a um ganho de capital por parte dos especuladores que apostavam na quebra da regra. Assim, temos que se decide seguir a regra sempre que:

$$L^R < L^D + C \quad (12)$$

onde C é o custo de quebrar a regra. O valor do distúrbio u^- que faz o governante preferir quebrar a regra é tal que:

$$L^R(u^-) = L^D(u^-) + C \quad (13)$$

A figura 2 mostra o problema não-linear da equação (13) para uma distribuição uniforme de u em $[-\mu, \mu]$, conforme apresentado por OBSTFELD (1994). Existem dois pontos que solucionam esta equação, u_L e u_H . Se o setor privado acredita que o governo irá abandonar a regra ao nível de distúrbio u_H , este será o nível ótimo para que ele o faça. Se, por outro lado, o nível que o setor privado espera que o governo abandone a regra é u_L , então o governo adotará este valor como ótimo para utilizar a cláusula de escape.

É difícil afirmar qual dos dois pontos L_0 e L_1 será o equilíbrio. Mas é fácil perceber que, neste modelo, uma reversão de expectativas pode acarretar uma mudança de um equilíbrio onde a desvalorização é pouco provável, para um onde ela é bastante

¹ O setor privado forma as expectativas de acordo com a regra estabelecida, de modo que temos $E\delta = 0$.

provável. Esta troca resultará num aumento das taxas de juros e na perda de reservas e, a não ser que eventos extremamente favoráveis ocorram, a desvalorização é inevitável.

Se estamos num ambiente em que o equilíbrio muda freqüentemente de um ponto para o outro, é possível observar uma situação em que a elevação do custo C aumenta a probabilidade de crise. Observando a Figura 2, vemos que, quando se está sobre o ponto L_0 , um aumento de C leva a uma redução no valor do distúrbio necessário para que o governo deixe o câmbio flutuar. Neste caso, ao contrário do que se possa imaginar, o aumento do compromisso com a taxa de câmbio fixa pode ser a pior receita contra a crise.

II.3 - CRISES CAMBIAIS SEM FUNDAMENTOS ECONÔMICOS

O surgimento dos modelos de segunda geração abre espaço para a ocorrência de crises sem fundamento econômico. A partir do momento em que se dá a autoridade monetária maior liberdade de ação, amplia-se o papel das expectativas dos agentes na determinação das crises. A possibilidade de múltiplos equilíbrios torna a situação cambial instável e o cordão que separa uma situação de tranqüilidade de uma de crise é rompido.

Assim sendo, uma simples reversão de expectativas por parte dos agentes é capaz de nos conduzir a um ataque especulativo. É comum vermos governos dos países atingidos reclamando de uma suposta arbitrariedade dos mercados na escolha dos seus alvos. Na maioria das vezes estas reclamações são infundadas. Porém, é possível citar alguns casos em que não se pode livrar os mercados de culpa.

Crises Auto-Realizáveis:

Suponha que a quebra de uma moeda não esteja completamente preordenada, ou seja, que ainda exista uma possibilidade de que a moeda não seja desvalorizada. Nesta situação de equilíbrio tenuous, qualquer onda de otimismo ou de pessimismo que atingisse uma parcela dos investidores seria confirmada. Podemos estar, portanto, diante de uma crise auto-realizável, onde o pessimismo de alguns leva a um ataque especulativo a moedas cujos fundamentos econômicos não necessariamente determinam uma desvalorização.

No entanto, é importante lembrar que um país cujos fundamentos se deterioram de forma persistente será necessariamente alvo de crise algum dia. Como a lógica das crises faz com que elas ocorram o mais cedo possível, haverá sempre a aparência de que um ataque especulativo não pode ser justificado por fundamentos.

Comportamento de Manada:

As duas gerações de modelos assumem que os mercados internacionais de câmbio são eficientes. Isto é, que os agentes envolvidos fazem o melhor uso possível da informação disponível. As evidências, contudo, às vezes nos mostram exatamente o oposto. Não raro, vemos investidores que compram ou vendem somente porque os outros estão fazendo o mesmo. Chamamos isto de comportamento de manada.

Existem pelo menos duas explicações para este tipo de comportamento. A primeira delas se baseia no fato dos investidores terem informações privilegiadas. Suponha que um investidor tenha acesso a informações sigilosas. Se ele receber notícias negativas irá se desfazer rapidamente de suas posições. Outros investidores, ao observarem este comportamento atípico, irão também vender seus ativos, pois

desconfiam da existência de informação privilegiada no mercado. Aos investidores que continuam no mercado não resta outra saída a não ser livrar-se também dos seus ativos e está configurado o ataque especulativo.

Outra explicação possível diz respeito ao fato de que a maior parte do dinheiro investido nos países propensos a crises está na mão de agentes e não de principais. Um administrador de um fundo de investimentos tem certamente mais a perder em permanecer num mercado impopular e estar errado do que a ganhar se ele continua no mercado e está certo. Como o rendimento de um administrador é calculado sobre a média obtida por seus companheiros, existe uma tendência de que suas decisões sejam bastante parecidas. É natural supor, então, que, ao menor sinal de crise, estes investidores abandonem em massa os mercados, caracterizando o comportamento de manada.

Contágio:

As evidências empíricas nos mostram que as crises dos anos 90 tendem a atingir, como uma onda, países de uma mesma região. Uma explicação racional para isto é que, se uma economia possui vínculos reais com uma outra, a piora dos fundamentos econômicos desta certamente afeta negativamente os fundamentos daquela. Como países de uma mesma região tendem a apresentar vínculos reais mais intensos, é razoável se esperar que uma crise se espalhe para nações vizinhas. Mas como explicar o contágio para países próximos, mas sem vínculos econômicos reais?

Existem duas explicações para o fenômeno. A primeira se baseia no fato de que os investidores costumam ver os países da mesma região como um grupo

homogêneo, mesmo que eles não tenham ligações estreitas. Assim, a quebra de um deles tende a fazer com que se retire capitais dos outros também.

Outra possível maneira de explicar o contágio é através do comportamento de manada na desvalorização cambial. O abandono do câmbio fixo por parte de um país poderia incentivar os vizinhos a fazê-lo também. A crise se espalharia por toda a região.

Manipulação do Mercado:

Cenários onde crises são geradas por expectativas racionais auto-realizáveis ou por comportamento de manada irracional são terreno fértil para a atuação de grandes agentes. Um grande investidor pode obter lucros extraordinários, utilizando seu poder de influência no mercado para provocar crises. Basta que ele assuma, em silêncio, pequenas posições em moeda doméstica. Feito isso, se ele realizar vendas ostensivas e fizer pronunciamentos públicos pessimistas, a crise imediatamente explodirá e a moeda perderá grande parte do seu valor, proporcionando um grande lucro para o aquele que planejou o ataque.

III. O PLANO REAL

III.1 - A FORMULAÇÃO DO REAL

O Plano Real começa a ser elaborado em maio de 1993, quando a desorganização na economia brasileira era total. Vínhamos de cinco planos de estabilização mal-sucedidos, de um impeachment do presidente e o então Ministro da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso, era o quarto em menos de oito meses a assumir o cargo. A inflação mensal havia superado os 50%, e a ameaça de uma hiperinflação aberta pairava sobre o país.

A solução apresentada não era muito diferente de outros programas de estabilização bem-sucedidos.² O Plano Real se baseava em três pilares fundamentais: (i) um ajuste fiscal que passava pela total reestruturação financeira e administrativa do setor público; (ii) uma reforma monetária na qual se criaria uma moeda indexada - a URV - que depois se tornaria a moeda nacional; (iii) a abertura da economia através da liberalização comercial e de uma nova política cambial.

A implementação do plano se daria em três etapas: (a) obtenção do equilíbrio nas contas públicas; (b) indexação da economia a um padrão estável de valor criado para este fim, a URV; (c) reforma monetária, a partir da emissão da nova moeda nacional, o Real.

² Ver Sargent (1986)

Na primeira etapa, se buscava criar as bases para implementação das fases subsequentes. Através de uma profunda reforma no Estado brasileiro, o plano procurava criar condições para se governar o país com equilíbrio fiscal, sem que se fosse necessário para isso recorrer a inflação.

Apesar de, no início da década de 90, os números apontarem para uma confortável situação fiscal, uma análise mais atenta das contas do setor público nos levaria a uma conclusão diferente.³ O orçamento público, no momento da sua concepção, trazia profundos desequilíbrios, que seriam “resolvidos” durante sua execução, através de um engenhoso mecanismo de corrosão das despesas. Como herança do governo militar, o orçamento no Brasil não tem caráter mandatório, ou seja, ele é apenas uma autorização de gastos. Assim, na execução do orçamento, o poder público tem poder de diferir despesas, fazendo com que a inflação reduza o impacto delas nas contas do governo. Era o chamado “controle na boca do caixa”. Como, por outro lado, as receitas eram indexadas, tornava-se possível fechar o ano com orçamento equilibrado. Portanto, ao contrário da experiência padrão, no Brasil a queda da inflação traria como resultado um aumento do déficit público - é o chamado efeito Tanzi-reverso ou efeito-Bacha.⁴

Desse modo, se esperava que com redução da inflação na terceira etapa do plano, se desmascarasse este profundo desequilíbrio orçamentário brasileiro. A estabilidade de preços inviabilizaria o “controle na boca do caixa” e deixaria exposta a impossibilidade de se ter um orçamento minimamente equilibrado. Por isso as medidas fiscais preventivas realizadas na primeira etapa do plano eram tão importantes para o sucesso do mesmo.

³ Ver Bevilaqua e Werneck (1997)

Conseguido um ajuste fiscal provisório, compatível com um cenário de baixa inflação, seria hora de implementar a reforma monetária. O papel da segunda etapa do plano era promover uma transição para a nova moeda sem grandes solavancos. A URV nada mais era do que uma moeda indexada. Através da correção diária pela taxa de inflação, ela servia como referência para que os agentes econômicos ajustassem seus preços, convergindo assim para um alinhamento de preços relativos. A coordenação de preços e salários seria atingida a partir da hiper-indexação produzida pela URV. Desse modo, quando a nova moeda fosse estabelecida, a inflação residual, resultante do reajuste de preços relativos, seria mínima. É importante observar que esta estabilidade de preços seria alcançada sem confiscos, congelamentos ou sistema de tablitas, mecanismos que já haviam fracassado em outros planos econômicos.

Para garantir que a desindexação da economia perduraria, estava previsto ainda um programa de abertura da economia que expusesse os produtos nacionais à competição estrangeira. Para isso, seriam reduzidas as elevadas tarifas alfandegárias vigentes e estabelecida uma nova política cambial, encerrando assim com o longo período de paternalismo em relação a indústria nacional. Principalmente no caso dos setores oligopolizados esta política se fazia necessária, pois só com a concorrência dos produtos importados seria possível impedir os reajustes de preços. O processo de abertura teria, reconhecidamente, um papel importante na estabilização alcançada pelo Real.

III.2 - PRIMÓRDIOS DO PLANO: JUNHO/93 - JUNHO/94

⁴ Ver Bacha (1993)

A primeira etapa do programa de estabilização teve seu início oficial em 14 de junho de 1993, com o Programa de Ação Imediata (PAI), que constava de uma série de medidas visando o equilíbrio orçamentário. De acordo com a exposição de motivos da MP do Real, o PAI “(...) estabeleceu um conjunto de medidas voltadas para a redução e maior eficiência dos gastos da União no exercício de 1993; recuperação da receita tributária federal; equacionamento da dívida de Estados e Municípios para com a União; maior controle dos bancos estaduais; início do saneamento dos bancos federais e aperfeiçoamento do programa de privatização.”

Dentre as medidas bem-sucedidas no lado da redução de gastos podemos destacar: o corte equivalente a US\$ 6 bilhões nas despesas do orçamento de 1993; elaboração de uma proposta orçamentária para 1994 baseada numa previsão realista de receita; esforço junto ao Senado para acelerar a aprovação da Lei Camata que limita em 60 por cento a participação dos salários do funcionalismo na receita corrente da União, assim como dos Estados e Municípios e a aplicação da Lei do Colarinho Branco aos bancos estaduais e federais, impedindo que eles funcionem como agentes financiadores de seus respectivos Tesouros.

No lado da recuperação da receita, vale ressaltar os esforços no combate à sonegação e a bem sucedida mobilização para a regulamentação do IPMF (Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira), que finalmente ocorreu em 13 de julho de 1993. Outra conquista importante do PAI foi a aprovação pelo Congresso do projeto de lei que amplia para 100 por cento a possibilidade de participação do capital estrangeiro nas privatizações.

A segunda etapa do Programa de Estabilização foi inaugurada com a publicação da Exposição de Motivos n° 395 de 7 de dezembro de 1993, que definiu as linhas gerais do Programa e teve continuidade com a edição da Medida Provisória n° 434 de 28 de fevereiro de 1994, que criava a URV e previa sua posterior transformação em Real.

A EM 395 já trazia um diagnóstico importante acerca do ajuste fiscal. De acordo com ela, o primeiro problema a ser atacado era o da vinculação de receitas. Para isso, se propunha uma emenda constitucional criando o Fundo Social de Emergência. Na prática, o que se pretendia era atenuar a rigidez dos gastos imposta pela Constituição de 1988, enquanto não fosse possível implementar uma reforma fiscal definitiva.

O FSE traz duas vantagens imediatas para o governo. Primeiro, ele permite reduzir as despesas, na medida em que o excedente proveniente da desvinculação de receitas não precisa ser gasto. Além disso, é dada mais flexibilidade alocativa às receitas, o que permite o melhor gerenciamento do Orçamento pelo governo.

Com validade prevista até o final de 1995, o FSE é constituído de 20% das receitas tributárias da União (após o remanejamento do IR e do IPI destinados aos fundos de participação dos Estados e Municípios) e toda a arrecadação do imposto de renda retido na fonte sobre pagamentos efetuados pela União. Além disso, o Fundo retinha todo o produto do aumento do ITR, do IOF e do IRPF (definidos no final de 1993) e da elevação das alíquotas da CSLL e do PIS devido pelas instituições financeiras (de 23% para 30% a partir de julho de 1994).

Como se pode perceber, já havia, quando da elaboração do plano, plena consciência do importante papel que o ajuste fiscal teria para o sucesso do programa de

estabilização. O diagnóstico era claro, já que todos os planos anteriores haviam falhado justamente por não terem o devido cuidado com a questão. O PAI trazia, claramente, um caráter de reforma estrutural da economia brasileira. Grande parte das medidas propostas nele visava justamente criar as bases que permitissem a implantação de uma nova moeda. No entanto, para que se conseguisse um equilíbrio orçamentário imediato seriam necessárias algumas reformas emergenciais. Para isso, vale destacar o FSE e o IPMF, que possibilitaram um rápido ajuste orçamentário, permitindo que o ano de 1994 fechasse com um superávit primário de 5,29%.

O governo estava plenamente consciente de que reformas ainda mais profundas eram imprescindíveis para que o país pudesse ter uma situação fiscal sustentável. Para que isso ocorresse, seriam necessárias grandes mudanças no texto da Constituição. A melhor chance era a Revisão Constitucional de 1993, que permitia emendas à Constituição por votação unicameral, com maioria simples. Se esta oportunidade fosse desperdiçada, toda alteração constitucional exigiria votações em dois turnos no plenário de cada Casa do Congresso, com maioria de 3/5 e com ampla possibilidade de pedidos de Destaque de Votação em Separado (DVS), que requeriam o apoio de apenas 10% da legislatura. Ciente disto, a equipe econômica montou grupos de trabalho para preparar, num prazo curto, as propostas de emendas constitucionais a serem encaminhadas ao Congresso. As reformas da “Ordem Econômica”, Administrativa, da Previdência e Tributária eram as principais mudanças pretendidas. Antes que elas ficassem prontas, entretanto, houve um escândalo envolvendo alguns congressistas, que motivou a criação da CPI do Orçamento. A Revisão Constitucional

foi praticamente paralisada e a única emenda importante que o governo conseguiu ver aprovada foi a do FSE.⁵

Mas foi justamente a aprovação do FSE que permitiu o lançamento da URV. Sem ele, o ajuste fiscal seria muito precário e as chances de sucesso do programa baixas. Se falava na época que, se o FSE não fosse aprovado pelo Congresso, o Plano Real seria abortado e toda a equipe econômica pediria demissão. Mas, numa decisão até certo ponto surpreendente, o Congresso aprova o Fundo e o plano pode seguir adiante.

III.3 - EUFORIA PÓS-ESTABILIZAÇÃO: JULHO/94 - ABRIL/95

A terceira etapa do programa de estabilização tem início em 1º de julho de 1994, com a edição da medida provisória do Real. Na verdade, havia divergências dentro da equipe quanto a data mais apropriada para o lançamento da nova moeda. Muitos acreditavam que os quatro meses de vigência da URV não eram suficientes para que a coordenação de preços se desse de forma a não ameaçar o sucesso do plano. O ideal seria esperar até dezembro e só então implantar o Real.

No entanto, a proximidade das eleições presidenciais e a liderança nas pesquisas de Lula, candidato da oposição, apressou os projetos da equipe econômica. O ônus político do ajuste que vinha sendo feito era elevado e requeria uma compensação palpável, coisa que só uma nova moeda poderia fornecer.

O Real entraria em vigor em julho de 1994, resguardado por uma política de juros altos e taxa de câmbio flutuante. Esta combinação foi extremamente bem

⁵ Emenda Constitucional de Revisão nº 1, de 01.03.94

sucedida. A inflação residual não ultrapassou os 4% já no primeiro mês do plano, mostrando o sucesso da coordenação de preços promovida pela URV.

A medida provisória do Real estabelecia uma taxa de câmbio flutuante, mas que não ultrapassasse a paridade R\$ 1,00/US\$. O plano forneceu confiança aos investidores internacionais, que, aproveitando os baixos preços dos ativos brasileiros, começaram a entrar no país. Este fator, aliado às rígidas metas de política orçamentária, fez com que o câmbio rapidamente se apreciasse, atingindo R\$ 0,83/US\$ em setembro de 1994.

O sucesso inicial do Real deu a Fernando Henrique Cardoso a vitória nas eleições presidenciais, garantindo a continuidade do plano. O fim da inflação talvez tenha sido o fator determinante desta vitória. Os reajustes de preços corroíam o salário da parcela menos favorecida da população brasileira, que não tinha acesso aos ativos indexados. Com a inflação sob controle, estas pessoas experimentaram um aumento real de renda. Além disso, a expansão do crédito e a invasão de produtos importados, que passaram a ser acessíveis mesmo a esta parcela menos favorecida, contribuíram para vitória eleitoral.

Devido a tudo isto, a economia brasileira encontrava-se superaquecida no final de 1994, quando explode a Crise do México. A confiança dos investidores internacionais em relação aos mercados emergentes e principalmente em relação a América Latina é abalada. Há um movimento de saída de capitais e o Banco Central é obrigado a intervir no mercado de câmbio vendendo reservas, a fim de evitar uma desvalorização. A taxa de câmbio chega a R\$ 0,86/US\$ e fecha o ano a R\$ 0,84/US\$.

Na área fiscal o governo ainda colhia os frutos do ajuste promovido na primeira fase do plano. O superávit primário passou de 3,59% do PIB em julho de 1994 para 4,54% do PIB em maio de 1995. O ano de 1994 fechou com confortáveis superávits primário e operacional (5,3% do PIB e 1,37% do PIB respectivamente).

No lado da receita, vale destacar o IPMF e o FSE como os principais responsáveis pelo superávit do governo. Além disso, o *boom* econômico elevava consideravelmente a arrecadação de tributos. O governo, entretanto, não obteve o mesmo sucesso no controle de gastos. Os aumentos do salário mínimo (de R\$64,8 para R\$70 em setembro de 1994) e o reajuste do funcionalismo público (23% em janeiro de 1995) foram os maiores responsáveis pela elevação das despesas e teriam reflexos nos gastos dos períodos seguintes. Além disso, o ambiente de baixa inflação a partir do segundo semestre impedia que o controle das despesas “na boca do caixa” gerasse os mesmos ganhos de antes.

Apesar dos resultados em geral positivos, a equipe econômica tinha consciência de que um ajuste fiscal mais profundo era essencial para o sucesso do programa de estabilização. A implementação de uma ordem fiscal permanente e sustentada só viria com a aprovação de reformas estruturais. O equilíbrio obtido até então era resultado de medidas emergenciais, tomadas no início do programa, e não persistiria com o tempo.

Nesse sentido, o governo enviou ao Congresso em março de 1995 a proposta de emenda constitucional para alterar as regras da Previdência Social (PEC 33). Além disso, a aprovação da Lei Camata⁶ em 27 de março de 1995, estabeleceu um teto

⁶ Lei Complementar n° 82

de 60% das receitas líquidas para os gastos com pessoal em cada nível de governo. Entretanto, para se colocar em prática esta lei, forçando os Estados e Municípios⁷ a respeitar o limite estabelecido, dependia-se da Reforma Administrativa, que permitiria a demissão do servidor público “por excesso de quadros”. Esta reforma, porém, só seria encaminhada ao Congresso no segundo semestre de 1995.

Dadas as dificuldades de implementação dos instrumentos de ajuste de longo prazo, devido a difícil tramitação destes no Congresso, o governo anuncia em março de 1995 um conjunto de medidas que procuravam aliviar e flexibilizar a execução de caixa do Tesouro. Dentre elas estavam a suspensão temporária das contratações de pessoal, o corte de 10% nas despesas das empresas estatais e de 15% nas despesas dos bancos federais e a revisão das isenções e incentivos tributários concedidos às empresas estatais.

A verdade é que, apesar de tudo, este foi um período de euforia no país. A queda brusca da inflação e o aumento real de renda da população deu ao governo índices altíssimos de popularidade. Com a economia superaquecida, nem mesmo a crise mexicana e a preocupação demonstrada pelo governo com um ajuste fiscal mais duradouro, foram capazes de afetar a confiança da população no futuro do país.

III.4 - DETERIORAÇÃO DOS FUNDAMENTOS: MAIO/95 - DEZEMBRO/96

Logo no início do período, em maio de 1995, ocorre uma mudança no regime cambial brasileiro: a implementação formal do sistema de bandas com o piso de R\$ 0,88/US\$ e o teto de R\$ 0,96 /US\$ para a taxa cambial. O sistema de bandas cambiais

⁷ O governo federal já respeitava o limite na época.

se desenvolvesse a partir de reações naturais às forças do mercado por parte do Banco Central, que comprava e vendia reservas quando a taxa de câmbio atingia certos limites pré-estabelecidos. Devido a algumas divergências dentro da equipe econômica este sistema só viria ser formalmente implementado em maio de 1995.

Em junho de 1995, mais uma novidade importante é introduzida em nosso regime de câmbio: o chamado “leilão de spread”. Através deste novo instrumento, o Banco Central conseguia reduzir a volatilidade no mercado cambial, criando uma espécie de mini-banda que limitaria ainda mais a flutuação da taxa de câmbio. Ao obrigar que, quando solicitadas, as instituições que operam como corretoras no mercado cambial fornecessem preços de compra e venda para o dólar, o BACEN forçava uma maior eficiência por parte do mercado, eliminando as possibilidades de arbitragem. O resultado disto era uma taxa de câmbio muito menos volátil, que facilitava a operação do sistema, principalmente nos períodos de transição para uma nova banda larga.

O período que vai de maio de 1995 até dezembro de 1996 foi marcado por uma profunda deterioração nos fundamentos do programa de estabilização econômica. O agravamento do déficit fiscal ia contra as propostas feitas no ano de 1993, que impunham um equilíbrio das contas públicas como indispensável para o sucesso do Real.

O resultado primário que apresentava um superávit de 4,57% do PIB em junho de 1995, passou a apresentar um déficit de 0,09% do PIB em dezembro de 1996, representando uma piora de quase 4% do PIB. A deterioração fiscal pode ser observada em todas as esferas do setor público, sendo o governo federal, os estados e municípios e

as empresas estatais responsáveis por uma deterioração de respectivamente 2,8%, 1,0% e 0,9% do PIB no resultado final.

Dentre os fatores que afetam o lado da receita vale destacar a ausência de arrecadação do IPMF, que vigorara apenas no ano de 1994. Em 1995, o governo encaminhou ao Congresso uma proposta visando a instituição da CPMF (Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira), que, sob a forma de contribuição, teria suas receitas vinculadas a saúde. No entanto, a CPMF só foi aprovada em agosto de 1996⁸, podendo ser recolhida apenas a partir de 23 de janeiro de 1997. Portanto, durante todo o período em questão, o governo ficou sem uma importante fonte de receita.

No lado das despesas, há que se destacar os efeitos do aumento do salário mínimo de R\$70 para R\$100 ocorrido em maio de 1995. Este reajuste afeta principalmente as contas da previdência e dos estados e municípios. Além disso, os programas de demissão voluntária (que geram pressão negativa sobre as contas no início) e as eleições municipais de outubro de 1996 também exerceram pressão pelo lado das despesas.

Mais uma vez o governo apelou para medidas de caráter emergencial. No segundo semestre de 1995 foi encaminhado ao Congresso uma emenda constitucional visando prorrogar a vigência do Fundo Social de Emergência (FSE), que passaria a ser denominado Fundo de Estabilização Fiscal (FEF). A emenda foi aprovada⁹, mas ao invés de ser prorrogado até o fim de 1999 como queria o governo, o FEF seria válido apenas até 30 de junho de 1997.

⁸ Emenda Constitucional n° 12 de 16/08/96.

⁹ Emenda Constitucional n° 10 de 04/03/96

No âmbito das medidas fiscais de caráter duradouro, o governo encaminhou ao Congresso duas propostas de emendas constitucionais: a da administração pública (PEC 41) e a tributária (PEC 175). Além disso, foi lançado ao final de 1995 o Programa de Apoio à Reestruturação e Ajuste Fiscal dos Estados para conter a progressiva deterioração das contas primárias estaduais.

Um importante fato deste período foi o lançamento, em novembro de 1995, do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER)¹⁰, que veio ordenar a fusão e incorporação de bancos a partir de regras ditadas pelo Banco Central. Muitas das instituições financeiras haviam se mostrado incapazes de sobreviver num cenário de baixa inflação. Com o aumento da taxa de juros durante a crise do México, o sistema bancário brasileiro já começara a demonstrar problemas. O PROER tinha por objetivo sanear o Sistema Financeiro Nacional, promovendo o fechamento e a liquidação dos bancos com problemas e transferindo suas obrigações para instituições financeiras mais eficientes.

Com um sistema bancário saudável, o país estaria pronto para enfrentar novas crises financeiras internacionais. A crise do México servira de aviso. Sem o ajuste realizado pelo PROER, seria impossível enfrentar as turbulências internacionais, pois a defesa da moeda via juros altos levaria a uma quebra no setor bancário que se alastraria por toda a economia.

Outro fator digno de destaque foi a criação do Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES), que visava a reorganização dos bancos estaduais, fechando um dos maiores ralos do orçamento

¹⁰ Medida Provisória n° 1179 e Resolução n° 2208, ambas de 03/11/95

público. O PROES nada mais é do que um programa de privatização, extinção e saneamento dos bancos estaduais. Através da privatização, da transformação em agências de fomento e do encerramento das atividades de algumas instituições, o número de instituições financeiras estaduais terá declinado de 35 para 11 ao final do programa. Sob o ponto de vista da fiscalização, as instituições remanescentes passam a ser tratadas da mesma forma que as instituições privadas.

Apesar dos esforços promovidos pela equipe econômica, a situação fiscal vinha se deteriorando ao longo do tempo. A partir de 1996, o governo começava a apresentar déficits também no conceito primário. As expectativas iniciais do governo eram as de fechar 1996 com um déficit operacional de 2,5% do PIB. Somente em outubro de 1996, o Ministro da Fazenda Pedro Malan admitiu que o ano fecharia com um déficit operacional de 3,5% do PIB¹¹. Dada a gravidade da situação o governo resolve baixar em 11 de outubro um pacote fiscal de mais de 40 medidas que visavam principalmente a redução de gastos.

O pacote compreendia medidas de controle sobre as despesas com pessoal da administração pública federal, melhor controle sobre as despesas e receitas da Previdência Social e incremento da arrecadação federal. Ele representou, na prática, uma reforma infra-constitucional na Administração Federal e na Previdência, sem, entretanto, reduzir a importância das reformas estruturais encaminhadas ao Congresso.

Algumas projeções estimavam que o ganho líquido do pacote seria de R\$ 6,5 bilhões. Com isso, o governo estava otimista em relação ao equilíbrio fiscal no ano de 1997, estimando um déficit operacional da ordem de 2,5% do PIB. Para isso, se contava com a prorrogação do FEF até 1999, já pedida ao Congresso. Desse modo,

apesar da crescente deterioração que vinha sofrendo o déficit público, se acreditava que a partir de 1997 haveria uma reversão neste quadro.

III.5 - CRISE ASIÁTICA: JANEIRO/97 - DEZEMBRO/97

O ano de 1997 começa com boas perspectivas na área fiscal. As expectativas da equipe econômica apontam para um superávit primário de 1,5% do PIB, sendo 1% de responsabilidade do governo central e 0,5% de responsabilidade das empresas estatais.¹² Acreditava-se ainda que os estados e municípios pudessem fechar o ano com as contas equilibradas.

O resultado inicial é realmente positivo, com a obtenção de superávits primários crescentes até agosto de 1997. A partir daí, as contas públicas começam a se deteriorar e o ano termina com um déficit primário de 0,91% do PIB. Há um agravamento do quadro fiscal em todas as esferas do setor público.

O resultado positivo obtido no início do ano é consequência de uma rigorosa política fiscal promovida pelo governo, autorizando a liberação de apenas 85% das verbas orçamentárias, a fim de garantir que as metas seriam atingidas. A CPMF volta a ser recolhida em 23 de janeiro, produzindo receitas recordes. Além disso, por mais um ano, o funcionalismo federal ficaria sem reajuste.¹³

Apesar do esforço promovido, a equipe econômica percebe que a meta de superávit de 1,5% não seria nem de perto atingida. Em meados do ano, então, as

¹¹ O ano de 1996 termina, na verdade, com um déficit operacional de 3,75% do PIB

¹² Posteriormente esta divisão de responsabilidades seria revista cabendo ao governo central obter um superávit de 0,8% do PIB e às empresas estatais um superávit de 0,7% do PIB.

¹³ O último reajuste havia sido em maio de 1995

estimativas são revistas para um superávit primário de 1% do PIB. Entretanto, não se lograria atingir nem mesmo esta nova e mais modesta meta.

Um dos fatores responsáveis por este fracasso partiu dos estados, que utilizaram recursos da privatização para pagar o décimo-terceiro e quitar outros pagamentos atrasados. No entanto, o governo central também esteve longe de atingir a sua meta, fechando o ano com déficit primário de 0,26% do PIB. Dentre os fatores que levaram a este resultado podemos destacar o déficit da Previdência que ultrapassou os R\$ 5 bilhões. Além disso, 1997 foi um ano de intensa barganha política principalmente para as aprovações da emenda da reeleição e da prorrogação do FEF, o que obrigou o governo a fazer algumas concessões.

Entretanto, não se pode analisar o ano de 1997 sem levar em conta a crise nos países asiáticos, que tem início em abril, na Tailândia, e rapidamente se espalha para Malásia, Indonésia e Filipinas. As bolsas de valores destes países sofreram grandes perdas e as moedas locais foram desvalorizadas de 20% a 40% em termos nominais. A crise, que pode ser entendida como o fim de um ciclo de expansão nestes países, foi agravada pela fragilidade dos sistemas financeiros destas economias, que não haviam passado por um processo de reestruturação.

Nos momento iniciais, ainda se tinha esperança que, como no caso da crise mexicana, a turbulência ficasse restrita a uma região. Porém, com a desvalorização ocorrida em Taiwan (que contava com US\$ 90 bilhões de reservas), e o ataque especulativo contra Hong Kong, a crise se espalhou para o resto do mundo. Vale ressaltar os insistentes alertas públicos do presidente do FED, Alan Greenspan, contra o que chamou de “exuberância irracional” das Bolsas de Valores. Seus discursos

chamavam atenção para uma possível correção no preço dos ativos. Em 27 de outubro de 1997, o índice Dow Jones da Bolsa de Nova Iorque tem uma das maiores quedas da sua história. No dia seguinte a crise chegou ao Brasil, fazendo o país perder US\$ 8,3 bilhões na última semana de outubro. A resposta do governo foi a elevação da taxa de juros, aumentando a Taxa Básica do Banco Central (TBC) de 1,58% para 3,05% ao mês.

Para garantir a estabilidade da economia, é lançado um mega-pacote fiscal, constituído de 51 medidas de aumento de receitas e corte de gastos abrangendo todas as esferas do setor público. O Pacote 51, além de reduzir a vulnerabilidade do país no cenário internacional, com a melhora dos fundamentos econômicos, vinha para cobrir o buraco nas contas públicas produzido pelo aumento dos juros.

A equipe econômica previa que o ajuste fiscal promovido pelo pacote seria da ordem de R\$ 20 bilhões. Haveria um corte de R\$ 5,29 bilhões nas despesas, e um aumento de R\$ 6,73 bilhões nas receitas no âmbito do governo central. As empresas estatais seriam responsáveis por uma economia de R\$ 5,7 bilhões. Na esfera estadual e municipal, o impacto estimado do pacote seria de R\$ 2 bilhões.

O governo conseguiu ainda prorrogar os instrumentos temporários de ajuste fiscal. A prazo de vigência da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) foi estendido até o final de janeiro de 1999. O Fundo de Estabilização Fiscal (FEF) também foi prolongado até 31 de dezembro de 1999. Neste caso do FEF, foi necessária uma intensa negociação com os prefeitos que reclamavam das perdas provocadas pelo Fundo e o custo político da medida foi alto.

As enormes proporções que a crise internacional atingiu facilitaram consideráveis avanços nas reformas constitucionais em discussão no Congresso. A

Reforma Administrativa, que fora aprovada em primeiro turno pela Câmara no início de abril, é aprovada em segundo turno em 19 de novembro de 1997. A Reforma da Previdência também evoluiu bastante no segundo semestre, tendo sido concluída sua apreciação pelo Senado. Como o texto continha substanciais alterações em relação aquele aprovado pela Câmara em 1996, seria necessária uma nova aprovação (outra vez em dois turnos) por esta Casa.

III.6 - CRISE RUSSA E FLUTUAÇÃO DO REAL: JANEIRO/98 - JANEIRO/99

Mais uma vez o país iniciava o ano com boas perspectivas na área econômica. O governo acreditava ter superado a crise asiática, as reformas tinham obtido consideráveis avanços no final de 1997 e o Pacote 51 permitia que se projetasse um cenário fiscal positivo.

Não era só o governo que estava confiante. O mercado recebera positivamente as duras medidas tomadas pelo governo em resposta a crise asiática e voltara a acreditar no Brasil. Entre dezembro de 1997 e abril de 1998 o país acumulou US\$ 22,4 bilhões de reservas internacionais, o dobro do que fora perdido durante a crise. Além disso, os spreads cobrados sobre os títulos brasileiros no exterior vinham caindo desde o final do ano e o governo já fazia novas emissões de títulos.

O ano de 1998 começou com uma ligeira evolução na área fiscal. Aos poucos, no entanto, os resultados foram piorando e em junho o déficit primário já estava de novo na casa de 1,5% do PIB. Os estados e municípios e as empresas estatais foram os principais responsáveis pela deterioração apresentando neste mês déficits de 0,78% do PIB e 0,79% do PIB respectivamente. Houve, entretanto, uma recuperação a partir

daí e o resultado primário fechou o ano com um superávit de 0,01% do PIB. Apesar da melhora, o resultado ficou muito aquém das expectativas do governo.

Podemos destacar como fatores a pressionar as despesas o aumento das transferências da União para a Previdência (passaram de R\$ 5 bilhões para R\$ 11 bilhões), a dificuldade em controlar o déficit nos estados e municípios, principalmente num ano eleitoral e o aumento dos gastos das empresas estatais. No lado das receitas, destaca-se o significativo aumento na arrecadação do Imposto de Renda, do Imposto de Importação e da CPMF.

No âmbito das reformas estruturais, vale ressaltar o avanço obtido com a promulgação da emenda da Reforma Administrativa em junho de 1998 e da Reforma da Previdência em dezembro de 1998. A Reforma Tributária, entretanto, não obteve qualquer progresso. No final de 1998 o governo apresentou uma nova proposta e até hoje ela não foi discutida no Congresso.

Foi partir de meados do ano, quando o déficit fiscal já era bastante elevado, que uma série de notícias negativas para o futuro do plano começam a surgir. Em primeiro lugar, foi divulgada uma pesquisa eleitoral em que o Presidente Fernando Henrique Cardoso tem apenas uma pequena margem de votos sobre Lula para as eleições presidenciais de setembro. Além disso, começam a chegar da Ásia sinais de uma nova crise, onde Japão, Rússia e Coreia seriam os principais atingidos. Com isso, aumentam as incertezas na economia brasileira.

Em setembro de 1998, explode a crise russa, sem dúvida a pior das três que o Real enfrentou. Somente naquele mês, o país perdeu US\$ 22,2 bilhões de

reservas. A moratória russa provocou também uma grande elevação no spread dos títulos brasileiros no exterior, atingindo os maiores níveis já observados.

A resposta brasileira, mais uma vez, foi rápida. No dia 8 de setembro de 1998 são anunciados o decreto n° 2773 e a medida provisória n° 1716 que visam reduzir o déficit público. Dentre as medidas anunciadas estavam: a criação da Comissão de Controle e Gestão Fiscal (CCF), o estabelecimento de uma meta mínima de R\$5 bilhões de superávit fiscal para o governo central, o estabelecimento de limites nominais para os gastos em OCC e o envio ao Congresso Nacional, até 15 de novembro de 1998 de um “Programa de Ajuste Fiscal para o Triênio 1999-2001” contendo metas de superávits primários crescentes.

Mas estas medidas ainda não eram suficientes para acalmar o mercado. No encontro anual com o Fundo Monetário Internacional no início de outubro ficou clara a disposição do governo em promover um ajuste fiscal mais profundo. Em 28 de outubro de 1998 era apresentado a nação o Programa de Estabilidade Fiscal. Segundo texto distribuído pelo governo, as iniciativas do Programa podiam ser “(...) divididas em dois grandes grupos: iniciativas estruturais e mudanças institucionais visando dar forma apropriada às decisões, procedimentos e práticas fiscais no futuro, e medidas de curto prazo, objetivando colher frutos imediatos em termos da melhoria do resultado fiscal.”

No lado das reformas estruturais, o Programa de Estabilidade Fiscal compreendia a regulamentação da Reforma Administrativa, a aprovação da Reforma da Previdência, algumas alterações adicionais do sistema previdenciário, a regulamentação da Reforma da Previdência, a Lei Geral da Previdência Pública, a Lei dos Crimes contra a Seguridade Social, a Lei de Responsabilidade Fiscal, a Reforma Tributária, a reforma

da Legislação Trabalhista, a reestruturação dos gastos federais e do processo orçamentário dentre outras medidas.

As medidas citadas acima só surtem efeitos no longo prazo. Por isso, eram necessárias medidas de caráter emergencial que promovessem um ajuste no curto prazo. A segunda parte do Programa de Estabilidade Fiscal, o Plano de Ação 1999-2001, que já estava prevista nas medidas de setembro de 1998, cumpria exatamente este papel. O Plano concentrava-se na redução do déficit do Governo Federal e da Previdência. Mais uma vez os estados e municípios eram deixados de fora, dada a dificuldade do governo federal em intervir nesta esfera.

Dentre as medidas de corte nos gastos do Governo Federal estavam a redução do nível de Outras Despesas Correntes e de Capital, de R\$ 2,7 bilhões em 1998 e de R\$ 8,7 bilhões em 1999 e o corte de R\$ 2,7 bilhões nos dispêndios de estatais em 1998 e 1999. No ajuste do setor previdenciário incluía-se o combate à sonegação, a extensão da alíquota de contribuição de 11% aos inativos civis e a adoção de Alíquota Temporária Adicional de 9% para todos os servidores civis, incidente sobre a parcela de remuneração superior a R\$ 1.200. Dentre as medidas de aumento de receita estão a prorrogação da CPMF, com elevação de alíquota para 0,38% em 1999, elevação da alíquota do COFINS em 1,0 ponto percentual e a incorporação dos depósitos judiciais à Receita Tributária Corrente.

Lançado o Programa de Estabilização Fiscal, a equipe econômica foi ao FMI, numa atitude inovadora. Era a primeira vez que um país procurava o Fundo antes da crise acontecer. O que se pleiteava era a liberação de recursos para prevenir um possível ataque especulativo contra o Real. O Brasil era considerado um país estratégico,

pois uma crise aqui poderia alastrar-se para outros países emergentes, principalmente na América Latina. Por esse motivo, e pelo fato dos dois lados estarem de pleno acordo quanto às políticas econômicas a serem adotadas, não houve grandes problemas para a liberação dos recursos. Seriam destinados, ao longo de 36 meses, US\$ 41,5 bilhões para o Brasil, provenientes do FMI, do Banco Mundial, do BID, dos Estados Unidos e de outros governos nacionais.

A situação parecia normalizar-se outra vez. O Presidente Fernando Henrique Cardoso ganhara as eleições em primeiro turno, os capitais internacionais voltavam ao país e o FMI estava pronto para liberar a primeira parcela do acordo. Dois fatos domésticos, entretanto, atingem o país. Primeiro, no dia 9 de dezembro, o governo teve rejeitada pelo Congresso a MP que regulava a contribuição dos servidores inativos. Depois, em janeiro o governador de Minas Gerais declara a moratória das suas obrigações com o governo federal e com o exterior. Outros governadores de oposição indicaram que poderiam seguir pelo mesmo caminho e o nervosismo tomou conta do mercado.

Com a instabilidade, ganha força o lobby “desenvolvimentista”, liderado pela FIESP, que pressionava por uma desvalorização cambial para aumentar a competitividade da indústria. Estas idéias obtêm respaldo das camadas populares, principalmente as do ABC paulista, que eram as mais atingidas pelo desemprego. O governo decide, então, tentar uma inovação no regime cambial, com Francisco Lopes substituindo Gustavo Franco no comando do Banco Central. O novo sistema chamado “banda diagonal endógena” duraria apenas 48 horas. A única alternativa que restou foi deixar o câmbio flutuar. A taxa de câmbio chegaria a atingir R\$ 2,17/US\$ representando uma desvalorização de 77%, mas depois recuaria para a casa dos R\$ 1,70/US\$.

IV - A CRISE BRASILEIRA

IV.1 - INTRODUÇÃO

A fixação da taxa de câmbio é uma idéia simples, atrativa e eficiente para países que buscam a estabilização. Simples pois tudo o que está em questão é o fato de que, numa economia aberta, o poder de paridade de compra garante a estabilidade de preços. Atrativa por ser de fácil implementação e, quando imbuída de credibilidade, ser capaz de reverter as expectativas de inflação. É eficiente por fornecer de imediato aos formuladores de política econômica locais a reputação de políticas anti-inflacionárias que alguns países levaram décadas para construir.

Depois de um início com taxa de câmbio flutuante, em que o real experimentou sensível apreciação, o programa de estabilização brasileiro desenvolve naturalmente um sistema de bandas. O engenhoso mecanismo concebido pela equipe econômica era constituído, na verdade, de duas bandas, uma larga, que determinava os níveis desejados para a taxa de câmbio, e uma mini-banda, responsável pela diminuição na volatilidade do mercado.

Como em outros programas de estabilização, o regime de câmbio tinha papel importante no contexto do Plano Real. A apreciação cambial, associada a uma intensa abertura comercial, permitiu que o país obtivesse uma rápida vitória sobre a inflação. Todavia, ao mesmo tempo em que a inflação despencava, o país começava a experimentar déficits crescentes no balanço de pagamentos.

Desde o início, a apreciação do real provocou reações por parte de alguns setores da sociedade brasileira. Os industriais, exportadores e alguns acadêmicos fizeram intensa campanha pela mudança do regime cambial, e particularmente por uma máxi-desvalorização.

O governo, por outro lado, admitia que algumas correções deveriam ser feitas, mas que estas se dariam gradualmente. Em um pronunciamento no início de 1997, o Ministro da Fazenda Pedro Malan afirmava:

“Nós não vamos alterar a política cambial no seu sentido conhecido, que é o regime de bandas, que vem funcionando a contento e que será aperfeiçoado ao longo do tempo. Os arranjos cambiais alternativos, que são a fixação a la Argentina, a flutuação total sem interferência do Banco Central, a prefixação, a fixação de uma máxi de surpresa de vez em quando num fim de semana e a indexação do câmbio numa base diária à taxa de inflação, isto tudo nós eliminamos, já falei isto várias vezes. Nós não vamos adotar nenhum destes sistemas. Nós vamos continuar aperfeiçoando o nosso sistema de bandas ao longo do tempo.”¹⁴

A idéia da equipe econômica era a de manter desvalorizações nominais de 7% a 8% ao ano, o que num contexto de inflação declinante corrigiria o valor do real ao longo do tempo. Esta desvalorização gradual controlada tinha por fim conciliar a meta de desvalorizar o câmbio com o objetivo da política econômica que era o de conservar a convergência da inflação doméstica com a internacional.

Esta estratégia do governo era perfeitamente sustentável, pois o real vinha se depreciando gradualmente e o déficit em transações correntes do Brasil jamais

¹⁴ Pronunciamento do Ministro da Fazenda Pedro Malan em 22/01/97

atingiria valores alarmantes. Além disso, o governo esperava ir tornando a banda cada vez mais flexível, até que um dia pudesse eliminá-la. Não fossem dois outros fatores - a questão fiscal e a questão política - o regime cambial brasileiro poderia ter seguido seu curso de evolução naturalmente.

IV.2 - A QUESTÃO FISCAL

Na primeira geração de modelos de crises cambiais, a explicação para um súbito ataque especulativo reside na inconsistência da política econômica doméstica e externa. A presença de um governo que gasta mais do que arrecada e financia o déficit através da emissão de moeda é incompatível com um regime de taxa de câmbio fixa. De acordo com o modelo, a moeda deste país sofreria, inevitavelmente, um ataque especulativo, que esgotaria as reservas internacionais e forçaria a flutuação do câmbio.

O caso brasileiro está longe de poder ser explicado a partir de uma estrutura tão simples. A perda de credibilidade do governo, o lobby contra a apreciação cambial e o desemprego desempenharam certamente um papel importante no desenrolar da crise do real.

Não é possível, contudo, fazer uma análise do que aconteceu no Brasil sem levar em conta o desequilíbrio fiscal, que veio se elevando ao longo do tempo, e foi um fator decisivo para as mudanças de janeiro de 1999. A ausência de fundamentos econômicos que sustentassem o plano foi, sem dúvida, um dos motivos que precipitaram o ataque à nossa moeda.

A questão fiscal sempre esteve no cerne do Plano Real. Desde o Programa de Ação Imediata (PAI), que marca o início do processo de estabilização em

1993, se tinha claro que o diagnóstico do problema brasileiro era fiscal. No entanto, naquela altura sabia-se que as reformas estruturais a serem realizadas não poderiam ser completadas numa primeira fase do plano.

De acordo com Franco (1993), “o tratamento de choque não funciona quando os fundamentos fiscais não estão corretos. Por outro lado, sabe-se que a correção desses fundamentos, isto é, a solução de nossa crise fiscal, é um processo longo e complexo, que envolve obrigatoriamente iniciativas do Congresso Nacional (...) e, como se sabe, os espaços políticos para o encaminhamento de ações coordenadas neste domínio têm sido muito restritos. Diante disso, firmou-se uma nova modalidade de gradualismo redivivo, versão 1991-92, baseando-se na idéia de que seria possível atacar os fundamentos de forma gradual, ou seja, efetuar aos bocadinhos a mudança de regime de políticas e instituições que regulam a execução a execução orçamentária e o processo de criação de moeda.”¹⁵

A única chance para que as mudanças fiscais fossem realizadas no curto prazo, era a Revisão Constitucional de 1993. Com o fim desta, sem que sequer fossem discutidas as reformas, restava ao governo enfrentar um penoso processo de negociação política para a aprovação das reformas constitucionais. A equipe econômica passou a trabalhar, então, com a hipótese do gradualismo na realização das reformas necessárias.

Em 1995 são enviadas ao Congresso as três propostas de emenda constitucional que tinham como objetivo a reforma fiscal do Estado: a reforma da Previdência Social, a reforma tributária e a reforma administrativa.

¹⁵ Franco 1993

A reforma administrativa foi sem dúvida a mais bem sucedida das três, tendo sido aprovada pela Câmara dos Deputados no final de 1997, pelo Senado no primeiro semestre de 1998 e promulgada em junho deste mesmo ano. Os principais pontos da proposta eram a quebra da estabilidade do servidor público, permitindo a demissão por excesso de quadros ou por insuficiência de desempenho, o aumento do estágio probatório, a determinação de um teto para os rendimentos dos servidores e o fim do Regime Jurídico Único e da paridade salarial entre ativos e inativos.

A reforma da Previdência teve uma tramitação bem mais complicada. Apesar de ter sido a primeira das três a ser enviada ao Congresso, em março de 1995, apenas em 1996 ela foi aprovada pela Câmara dos Deputados e mesmo assim repleta de modificações em relação a proposta original do governo. Em 1997, a reforma é aprovada pelo Senado, mas tem que retornar à Câmara devido ao restabelecimento de alguns pontos fundamentais para o governo que haviam sido rejeitados anteriormente. Em dezembro de 1998 a reforma da Previdência foi finalmente promulgada.

A reforma tributária praticamente não registrou avanços ao longo de todo este período. A proposta inicial enviada em agosto de 1995 ficou paralisada por um longo tempo na Câmara dos Deputados, aguardando votação na Comissão Especial. Em setembro de 1997, o Secretário Executivo do Ministério da Fazenda, Pedro Parente, tornou de conhecimento público as bases de uma outra proposta de reforma tributária, que acabou não sendo levada adiante. Somente em outubro de 1998, com o Programa de Estabilidade Fiscal, surge uma terceira proposta de reforma tributária, que até hoje não recebeu a devida atenção do Congresso.

O processo político de aprovação das reformas foi certamente bem mais difícil do que o esperado de início pelos membros da equipe econômica. Depois de seis anos de programa de estabilização, ainda temos a reforma tributária no ponto zero e muitos outros pontos das outras duas reformas a serem regulamentados. O ajuste fiscal, que dependia em grande parte destas mudanças constitucionais, ficou seriamente prejudicado.

Para cobrir a lacuna deixada pela ausência das reformas estruturais, a equipe econômica se escorou freqüentemente em medidas de ajuste fiscal de curto prazo. O FSE e o IPMF, que haviam sido propostos como mecanismos de emergência, tiveram suas vigências sucessivas vezes prorrogadas. Sob os nomes de Fundo de Estabilização Fiscal (FEF) e Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) estes instrumentos desempenharam papel relevante para o aumento da arrecadação e a desvinculação das receitas orçamentárias, mas não impediram o desequilíbrio das contas públicas.

Além destes dois instrumentos de ajuste, o governo lançou mão de três grandes pacotes fiscais: o pacote fiscal de outubro de 1996, o pacote 51 em novembro de 1997 e o Programa de Estabilização Fiscal em outubro de 1998. Estes pacotes foram sendo lançados a medida em que se frustravam as expectativas quanto a aprovação das reformas constitucionais e o déficit público ia atingindo proporções alarmantes.

A conclusão é que o governo, mesmo pregando a necessidade de um ajuste fiscal desde o início do Plano Real, talvez tenha apostado muito alto na estratégia do gradualismo. A verdade é que até o ano de 1997 muito pouco foi feito em termos de

reformas permanentes, com o ajuste sendo promovido sempre através de instrumentos de curto prazo que produziam um equilíbrio orçamentário provisório.

Talvez o período de euforia pós-estabilização e de “bonanza” no mercado internacional de capitais tenha contribuído para o atraso do ajuste. O sucesso do plano e o bom desempenho da economia aumentavam os questionamentos na sociedade sobre a real necessidade de um ajuste. Além disso, o Congresso Nacional teve uma agenda cheia durante todo o período e não tinha interesse em votar uma questão anti-popular como a da reforma fiscal. O governo, por outro lado, também parecia mais interessado em discutir outros temas, como a emenda da reeleição, que seria aprovada no início de 1997, a um elevado custo político.

Ao contrário dos outros pacotes, o pacote de outubro de 1996 surgiu num ambiente de relativa tranquilidade. Apesar dos resultados fiscais começarem a apresentar sinais de deterioração, a situação ainda estava sob controle e o cenário internacional era bastante positivo para as economias emergentes. Por isso mesmo, as medidas previstas não eram tão drásticas e também não representavam grandes ganhos em termos fiscais. O governo continuava convicto de que o gradualismo nas reformas era a melhor forma de conduzir o plano.

Foi só no segundo semestre de 1997, quando a crise da Ásia assumiu proporções mundiais, que o governo percebeu realmente a necessidade de se acelerar as reformas. Muito pouco havia sido feito até então e o país estava enfrentando uma crise de grandes proporções sem poder apresentar resultados em termos de fundamentos econômicos aos investidores internacionais. Por mais que a equipe econômica tentasse deixar claras as diferenças entre o Brasil e a Ásia, não foi possível evitar o ceticismo dos

investidores internacionais. O jornal americano *The New York Times* chegou a sugerir que o país era a bola da vez no cenário das crises cambiais.

Além da elevação da taxa de juros, seriam necessárias outras medidas, que produzissem resultados imediatos na área fiscal. A solução encontrada foi a edição de um pacote com 51 medidas, visando um ganho de R\$ 20 bilhões ainda em 1997.

A crise da Ásia representou um marco para o plano em termos de postura da equipe econômica e do próprio Congresso em relação a questão fiscal. Nesta época, o Ministro da Fazenda Pedro Malan passou a defender veementemente uma aceleração no processo do ajuste fiscal. Em uma de suas entrevistas, ele afirmou que “é importante que o país demonstre que sua capacidade de reação extrapola, isto é, não fica restrita à ação da autoridade monetária.”¹⁶ O recado parece ter sido bem entendido pelo Congresso que aprovou o Pacote 51 em poucos dias. Além disso, o governo conseguiu obter vitórias importantes na tramitação das reformas, como a aprovação pela Câmara dos Deputados da reforma administrativa.

O mercado também recebeu bem a mudança de postura do governo. No início de 1998, era sensível a melhora do cenário econômico brasileiro, com os investimentos retornando ao país e as taxas de juros caindo sensivelmente. Talvez este cenário positivo tenha acomodado o Congresso e o governo novamente. Além disso, o fato de 1998 ter sido um ano de eleições nacionais e regionais parece ter contribuído para que o ajuste fiscal fosse mais uma vez esquecido. Novamente o déficit fiscal se deterioraria de forma rápida.

¹⁶ Entrevista de Pedro Malan à homepage do Ministério da Fazenda em 12/11/97

O resultado foi que, com a piora da situação internacional, o país entrou na mais grave das crises que já havia enfrentado. O Pacote 51 havia sido um verdadeiro fracasso e mais uma vez não havia nada em termos de melhoras nos fundamentos econômicos para ser apresentado aos investidores internacionais. A crise da Rússia, em setembro, se refletiu no Brasil através de uma enorme fuga de capitais. Mais uma vez um pacote fiscal teria que ser anunciado às pressas pela equipe econômica.

Apesar de compreender medidas de longo prazo, como a regulamentação da reforma administrativa, o Programa de Estabilização Fiscal, que se seguiu à crise, era mais uma tentativa de obter um ajuste fiscal através de mecanismos emergenciais. Mas os pacotes de última hora já não eram mais suficientes para acalmar o mercado. O ajuste fiscal permanente, que o governo tanto prometera entregar era imprescindível para o sucesso do plano. Sem ele a flutuação do real era apenas uma questão de tempo.

IV.3 - A QUESTÃO POLÍTICA

Os fatores de primeira geração não são, entretanto, suficientes para explicar a crise brasileira. É verdade que um ajuste fiscal permanente ainda estava longe de ser atingido em janeiro de 1999, quase seis anos depois do início do plano. No entanto, a flutuação do real foi uma decisão exclusivamente política. Na verdade, desde setembro de 1998 o governo estudava a possibilidade de mudança no regime cambial. As pressões da sociedade por uma desvalorização e por uma redução na taxa de juros aumentavam a cada dia e os poucos que ainda defendiam a continuidade da política cambial estavam isolados politicamente. Embora o acordo com o FMI tenha garantido os recursos para a defesa da moeda, optou-se, naquele momento, por uma tentativa de flexibilização do regime cambial brasileiro.

Para explicar a flutuação do real é, portanto, necessário recorrer à segunda geração de modelos de crises cambiais. São duas as inovações relevantes introduzidas por estes modelos que nos ajudam a entender o caso brasileiro. A primeira delas diz respeito a importância das expectativas do setor privado na determinação do momento da crise, o que nos permite compreender melhor a conjuntura que envolvia a crise cambial de janeiro. A segunda é a maior liberdade de política econômica das autoridades governamentais, que tornam possível entender a desvalorização como uma decisão em que se ponderam os custos e benefícios de se manter o câmbio fixo.

A trajetória da credibilidade do governo no Plano Real é bem clara, se elevando no início mas decaindo depois de um certo tempo. Este padrão não é muito diferente de outros programas de estabilização que foram obrigados a deixar o câmbio flutuar depois de sofrer um ataque especulativo. Adotaremos como definição de credibilidade a probabilidade de que um ajuste fiscal permanente seja implementado antes que ocorra uma crise de balanço de pagamentos.¹⁷

Nos primeiros momentos do Real, esta probabilidade era claramente alta. A bem-sucedida estabilização, com a queda da inflação, rendia capital político à equipe econômica. Parecia existir naquele momento força política suficiente para uma profunda reforma do Estado brasileiro, que permitisse a obtenção de um ajuste fiscal permanente. Nem mesmo a crise do México fora capaz de abalar a confiança da sociedade no sucesso do plano.

Com o tempo, entretanto, o que se observou foi uma progressiva deterioração do déficit público brasileiro. As metas anunciadas pelo governo nunca eram

¹⁷ Esta definição de credibilidade se assemelha as de Guidotti e Végh (1993) e Dornbusch (1991).

alcançadas e as reformas estruturais não obtinham grandes avanços no Congresso. A seqüência de resultados frustrantes na área fiscal culminaria nas crises da Ásia e da Rússia, quando o governo não poderia mais fugir da sua responsabilidade com as contas públicas.

Paralelamente a este movimento de deterioração, vai ganhando força aos poucos no cenário nacional um grupo que ficaria conhecido como “desenvolvimentista”, que fazia oposição à política econômica vigente. Principalmente em São Paulo, onde o desemprego atingia os níveis mais altos do país, este grupo encontrava terreno fértil para propagar suas idéias que incluíam a desvalorização, o protecionismo, a queda dos juros e volta dos subsídios à indústria nacional.

Depois da crise russa o próprio governo já admitia a perda de credibilidade junto aos agentes privados. Com um déficit público nominal que beirava os 8% do PIB e com as reformas bastante atrasadas o Brasil vai ao Fundo Monetário Internacional (FMI) tentar tomar emprestada a credibilidade que já não conseguia obter por seus próprios meios. Os US\$ 41,5 bilhões obtidos com o Fundo aliados a carta de intenções que previa superávits primários crescentes nos três anos seguintes ao acordo deram novo fôlego ao real.

Existiam, porém, outros fatores que faziam pender a balança para o lado desenvolvimentista. No dia seguinte à reeleição o presidente Fernando Henrique Cardoso anunciava a criação do Ministério da Produção, que podia ser claramente associado a um desejo de mudança de rumos na política econômica. Além disso, um dos seus lemas de campanha havia sido: “Ele que acabou com a inflação, vai acabar também com o desemprego.” Tudo levava a crer que poderia haver no segundo

mandato uma mudança de prioridades, embora a estabilidade e a necessidade de reformas continuasse presente em todos os discursos do presidente. A situação era no mínimo ambígua, o que gerava ainda mais incertezas.

Aproveitando as possibilidades de contestação à política econômica vigente que surgiam naquele momento, a FIESP retoma com mais força a campanha pela queda dos juros e pela desvalorização. Tiveram grande repercussão na época os discursos inflamados que foram feitos na sede da instituição durante o mês de dezembro. O novo presidente da FIESP, Horácio Lafer Piva e o deputado federal Delfim Netto eram os nomes mais fortes desse grupo desenvolvimentista.

Este discurso ganhou respaldo de uma grande parcela da sociedade que, atingida pelo desemprego e pela recessão, parecia crer que a desvalorização seria a solução para todos os seus problemas. Até mesmo grupos dentro do PSDB, partido do presidente, pressionavam por uma mudança de rumo. O presidente e a equipe econômica pareciam isolados politicamente.

Foi quando dois novos fatores, que a primeira vista podem não parecer tão relevantes, atingiram em cheio os planos da equipe econômica. O primeiro deles foi a não aprovação pelo Congresso da medida provisória que instituía a contribuição dos servidores inativos. Embora a perda fiscal provocada por este fato pudesse ser contornada, havia um caráter simbólico muito forte nesta rejeição. O governo perdia, numa votação que exigia apenas maioria simples, uma das medidas que faziam parte do ajuste fiscal. Com isso, as dúvidas acerca da capacidade de se alcançar o ajuste fiscal permanente, que tantas vezes havia sido prometido, se acentuavam ainda mais.

Para piorar as coisas, na primeira semana de janeiro o governador de Minas Gerais e ex-Presidente da República Itamar Franco anuncia que não vai cumprir os acordos da dívida firmados com o governo federal. A moratória mineira - que englobava também a dívida externa - contagiou outros governadores de oposição, que ameaçaram fazer o mesmo que Itamar. O grande esforço realizado pelo governo na renegociação da dívida dos estados, na qual ele fora até generoso, ameaçava ir por água abaixo.

A credibilidade atingira níveis insustentáveis. A esta altura poucos acreditavam na possibilidade de se obter um ajuste fiscal permanente e as posições contra o real no mercado de futuro já atingiam níveis elevados. Depois de uma semana de nervosismo no mercado, o Presidente resolve por em prática os planos que já vinha traçando no sentido de uma mudança no regime cambial. Francisco Lopes assume o cargo de Presidente do Banco Central e inaugura um regime que seria chamado de “banda diagonal endógena”. O novo regime dura apenas 48 horas e o governo é forçado a deixar flutuar o real.

As idéias expostas até aqui se encaixam perfeitamente no modelo de crises cambiais proposto por Obstfeld (1994). Assim como no caso do modelo, o governo brasileiro não tinha qualquer pré-comprometimento formal que o impedisse de mudar a política cambial, desvalorizando o real. Ou seja, a autoridade governamental estava livre para praticar uma política discricionária, que respondesse adequadamente aos choques exógenos.

Além disso a crise brasileira se dá num momento em que a credibilidade do governo está em baixa. Ou seja, as expectativas do setor privado quanto a

continuidade da política econômica eram bastante negativas. Uma grande parcela da população, influenciada pela recessão e pela ação de alguns grupos de interesse que atuavam intensamente no cenário nacional, era a favor da desvalorização. Além disso, os investidores estavam bastante céticos quanto ao futuro do programa, devido a baixa perspectiva naquele momento de que um ajuste fiscal permanente fosse obtido.

Em situações como esta, em que as expectativas do setor privado são bastante pessimistas, o modelo de Obstfeld prevê que pequenos choques podem ser suficientes para fazer o governo mudar os rumos da política econômica. Isto é, a probabilidade de se abandonar a taxa de câmbio fixa é maior nestas horas.

V - CONCLUSÃO

O objetivo deste trabalho foi fazer uma análise da crise cambial brasileira de janeiro de 1999, a partir dos modelos existentes na literatura econômica. Apesar da extensa literatura na área de crises cambiais, muito pouco foi escrito até o momento a respeito da crise brasileira.

Após uma breve introdução, o segundo capítulo faz uma descrição dos principais modelos de crises cambiais, dividindo-os em primeira e segunda geração. O terceiro capítulo traz uma detalhada discussão do Plano Real e abrange o período que vai de junho de 1993 a janeiro de 1999. O quarto capítulo, por sua vez, procurou fazer uma análise da crise cambial brasileira no contexto dos modelos descritos no segundo capítulo.

Como vimos no segundo capítulo, os modelos econômicos de crises cambiais podem ser divididos nos de primeira e segunda geração. A primeira geração de modelos teria início em 1979, com o modelo “canônico” de Krugman, que seria refinado por Flood e Garber, em 1984. A idéia básica dos modelos desta primeira geração é a de que a crise cambial é resultado de uma inconsistência de política doméstica e externa. Isto é, um governo que gasta mais do que arrecada e financia seu déficit através da emissão de moeda será inevitavelmente vítima de um ataque especulativo. Num dado instante de tempo, quando houver possibilidades de ganhos especulativos, os agentes econômicos promoverão o ataque que esgota as reservas internacionais do país e força a flutuação do câmbio.

A segunda geração de modelos, que surge em resposta às crises cambiais da década de 90, tem como principal representante Obstfeld (1994). Nos modelos desta geração, o governo deixa de ser um mero agente emissor, passando a ter possibilidade de escolha entre defender ou não a moeda diante de um ataque especulativo. Outra mudança importante diz respeito à formação de expectativas por parte do setor privado, que passa a ter grande influência no sucesso ou fracasso de um programa de estabilização. A conclusão destes modelos é que podemos ter múltiplos equilíbrios, onde uma reversão de expectativas do setor privado é suficiente para produzir uma crise cambial.

No terceiro capítulo, o Plano Real é discutido com detalhes. Tendo início em junho de 1993, com o lançamento do Programa de Ação Imediata (PAI), ele não diferiu em muito de outros planos de estabilização bem sucedidos. O programa brasileiro tinha como três pilares fundamentais: (i) um ajuste fiscal que passava pela total reestruturação financeira e administrativa do setor público; (ii) uma reforma monetária na qual se criaria uma moeda indexada - a URV - que depois se tornaria a moeda nacional; (iii) a abertura da economia através da liberalização comercial e de uma nova política cambial.

A economia brasileira viveu situações bastante distintas durante o período do plano. Os momentos iniciais foram de euforia. A expansão do crédito, a abertura às importações e o aumento de renda real das classes menos favorecidas serviram para produzir um cenário de otimismo quanto ao futuro do país.

A partir de meados de 1995, contudo, a situação foi se tornando menos confortável. As contas públicas começam a apresentar uma deterioração contínua, que o

governo não conseguia impedir. Apesar disto, o país ainda contava com vultuosas entradas de capitais, que ajudaram a manter o otimismo em relação ao programa de estabilização.

Foi só em 1997 e 1998 que o Plano Real enfrentou os primeiros grandes desafios. As crises da Ásia e da Rússia atingem o país violentamente. Sem poder apresentar melhora nos fundamentos econômicos, fecham-se para o Brasil as portas do mercado internacional de capitais. Só então o governo começa a enfatizar a necessidade de se acelerar as reformas. Mas esta iniciativa parece ter vindo tarde demais e o real é levado a flutuar no dia 13 de janeiro de 1999.

O quarto capítulo faz uma análise da crise cambial brasileira à luz da primeira e segunda geração de modelos. Ambas fornecem elementos interessantes para se compreender o que se passou no Brasil em janeiro de 1999.

No âmbito da primeira geração de modelos, a progressiva deterioração das contas públicas brasileiras ao longo destes seis anos de programa de estabilização pode ser encarado como o fator de inconsistência entre a política econômica doméstica e a externa. A promessa de um ajuste fiscal permanente, feita desde os primeiros momentos do plano, nunca esteve perto de ser atingida. A estratégia gradualista, adotada nos quatro primeiros anos do plano, certamente contribuiu para que as reformas fossem realizadas de forma lenta. Só a partir de 1997, depois da crise asiática, decidiu-se pela aceleração do processo de reformas.

A vontade expressa pelo governo, entretanto, não foi suficiente para produzir melhores resultados na área fiscal. No lado das reformas, também não havia grandes avanços. Assim, quando o país é atingido pela crise da Rússia, não há qualquer

evolução nos fundamentos econômicos do plano que possa ser usada para diminuir o nervosismo do mercado. A flutuação do real parecia ser uma questão de tempo.

A conjuntura político-econômica do país no momento da crise é de fundamental importância para compreender os motivos que levaram o governo a abandonar a defesa da moeda, mesmo contando com os recursos do FMI. Neste sentido, a segunda geração de modelos fornece as ferramentas necessárias para a nossa análise. A reversão de expectativas do setor privado e a possibilidade do governo deixar o câmbio flutuar, características presentes nos modelos de segunda geração, são essenciais para lidar com o caso brasileiro.

Como na maioria dos programas de estabilização, a trajetória da credibilidade no Plano Real foi no início ascendente e depois descendente. O sucesso inicial do plano, principalmente devido a rápida queda da inflação, fez crer que o ajuste fiscal permanente poderia ser alcançado.

Com o tempo, porém, esta expectativa foi sendo frustrada. A credibilidade do governo se diluía nas freqüentes vezes em que as metas fiscais anunciadas não eram cumpridas. Com os resultados fiscais negativos e as crises internacionais o país enfrentaria uma aguda recessão nos anos de 1997 e 1998.

O desemprego, a alta taxa de juros e o baixo crescimento do produto abririam espaço para a contestação da política econômica vigente. A intensa campanha promovida pelo grupo desenvolvimentista contribuiu para enfraquecer as bases de apoio do governo no final de 1998. Pregando a desvalorização cambial, a queda dos juros, o protecionismo e a volta dos subsídios este grupo ganhou força junto às camadas populares.

Com a rejeição da MP da contribuição dos servidores inativos e a moratória de Minas Gerais a credibilidade do governo chegou a níveis insustentáveis. Após estas duas derrotas, poucas pessoas acreditavam que o ajuste fiscal permanente pudesse ser alcançado. O nervosismo tomou conta do mercado.

O Presidente Fernando Henrique Cardoso resolve, então, pôr em prática os planos de mudança que já traçava desde setembro de 1998. A tentativa de flexibilização do regime através da introdução de um sistema chamado “banda diagonal endógena” não é bem-sucedida e o real é levado a flutuar.

A principal conclusão deste trabalho é que os fatores de natureza fiscal enfraqueceram, ao longo do tempo, o Plano Real. A primeira geração de modelos serve para ilustrar os efeitos da deterioração dos fundamentos econômicos sobre as possibilidades de sucesso do plano.

O momento do ataque, entretanto, depende de elementos conjunturais específicos, que quando combinados geram uma grave crise que pode levar ao abandono da taxa de câmbio fixa. A segunda geração de modelos é mais eficiente na análise dos elementos desta natureza. Ao permitir que a reversão de expectativas privadas leve o governo a abandonar a defesa da moeda, deixando-a flutuar, a segunda geração de modelos torna-se fundamental para a compreensão dos acontecimentos do final de 1998 e início de 1999 no Brasil.

Desse modo, o caso brasileiro não pode ser estudado a partir de uma perspectiva isolada. Somente a análise conjunta dos fatores de natureza fiscal e política torna possível o entendimento da crise que atingiu o país.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

AGENOR, P. Flood, R e Bhandari, J. (1991) “Speculative Attacks and Models of Balance of Payments Crises”, *IMF Staff Papers vol. 39/1992*

BACHA, Edmar (1994) “O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro” *Revista de Economia Política* 14(1), Março

BEVILAQUA A. e Werneck, R. (1997) “Fiscal impulse in the Brazilian economy, 1989-1996”, *Texto para Discussão n° 379 PUC-Rio*

CALVO, G. (1998) “Understanding the russian virus - with special reference to Latin America”, *mimeo*

CORSETTI, G., Pesenti, P. e Roubini, N. (1998) “What caused the Asian currency and financial crisis?”, *mimeo*

DORNBUSCH, R. (1991) “Credibility and Stabilization” *Quarterly Journal of Economics*, vol. 106

DORNBUSCH, R., Golfajn, I. e Valdés, R. (1995) “Currency crises and collapses”, *Brooking Papers on Economic Activity*

DORNBUSCH, R. (1997) “Brazil’s incomplete stabilization and reform”, *Brooking Papers on Economic Activity*

FLOOD, R. e Marion, N. (1998) “Perspectives on the recent currency crisis literature”, *NBER Working Paper #6380*

FRANCO, Gustavo H. B. (1993) “Alternativas de estabilização: gradualismo, dolarização e populismo” *Revista de Economia Política*, v.13, n.2, abr/jun 1993

FRANCO, Gustavo H. B. (1995) “O Plano Real e outros ensaios”, Rio de Janeiro: *Francisco Alves Editora*

FRANCO, Gustavo H. B. (1996) “The Real Plan”, *Texto para Discussão PUC-Rio*, n° 354

FRANCO, Gustavo H. B. (1999) “The Real Plan and the exchange rate”, *mimeo*

GROSSMANN, Simone P. (1999) “Desempenho das contas públicas no real: uma análise da política fiscal no período 1993-1997” *Dissertação de Mestrado - PUC-Rio*

GUIDOTTI, Pablo E. e Végh, Carlos A. (1992) “Losing credibility: the stabilization blues” *IMF Working Paper 92/73*

KRUGMAN, P. (1996) “Are currency crisis self-fulfilling?”, *NBER Macroeconomics Annual*

KRUGMAN, P. (1997) “Currency crisis”, *NBER Conference, mimeo*

KRUGMAN, P. (1998) “What happened to Asia?”, *mimeo*

KRUGMAN, P. (1999) “Don't Blame It on Rio ...or Brasilia Either. The real is caught in a confidence trap”, *Slate 2/99*

MONTEIRO, Jorge Vianna (1998) “Economia e política - instituições de estabilização econômica no Brasil”, Rio de Janeiro: *Editora Fundação Getúlio Vargas*

MONTEIRO, Jorge Vianna (1999) “Uma interpretação do que se passou”, *Estratégia Macroeconômica* vol. 7/n° 152

OBSTFELD, M. (1994) “The logic of currency crises”, *NBER Working Paper #4640*

SACHS, Jeffrey (1999) “Self Inflicted Wounds”, *Financial Times*, 22 de janeiro de 1999

SARGENT, Thomas (1986) “The end of four big inflations”, in *Rational Expectations and Inflation*. Harper & Row