

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**ANÁLISE DA CRÍTICA PÓS-KEYNESIANA À POLÍTICA
ECONÔMICA ADOTADA NO GOVERNO FHC (1994-2002)**

Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas para obtenção da carga horária na disciplina CNM 5420 - Monografia.

Por: Ágata Flávia Costa

Orientador: Prof. Wagner Leal Arienti

Área de Pesquisa: Macroeconomia

Palavras - Chaves: 1. Plano Real
2. Política Econômica
3. Teoria Pós-Keynesiana

Florianópolis, Julho 2005.

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota.....à aluna Ágata Flávia Costa na disciplina CNM 5420 - Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Prof. Wagner Leal Arienti

Presidente

Prof. Sílvio Antônio Ferraz Cário

Membro

Prof. Roberto Meurer

Membro

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, por todo amor e por sempre estarem presentes me incentivando e dando forças. sem o apoio de vocês eu não conseguiria ter chego até aqui, muito obrigada.

Ao professor Wagner, pela orientação atenciosa e paciente, que me permitiu evoluir como estudante nesses últimos meses, meu agradecimento e admiração.

Aos meus avós, principalmente ao meu avô, por acreditar que sou capaz e torcer pelo meu sucesso.

À minha tia Lú, por todo carinho e por sempre estar presente quando precisei.

Às minhas amigas Aline e Joice, que já faziam parte da minha vida antes da universidade e continuaram presentes nesse período, com as quais sempre pude contar.

Aos meus amigos Israel, Chico, Nicole e Gabi, pela amizade e companherisno nesses anos de curso.

E a todos aqueles que de alguma forma contribuíram para que essa etapa se concretizasse.

RESUMO

O presente trabalho apresenta uma análise da crítica pós-keynesiana à condução da política econômica no período do Governo FHC. Parte-se da apresentação dos pressupostos do Plano Real e do cenário no qual tal plano foi implementado. Verificou-se que a década de 1990 foi marcada, nos países da América Latina, inclusive no Brasil, por uma forte reorientação neoliberal de política econômica. Neste sentido, nos anos 1990, o Brasil realizou importantes reformas com o objetivo de se adequar ao novo cenário. Foi neste contexto que foi implementado o Plano Real em Julho de 1994, que tinha como objetivo mais do que o controle da inflação crônica da economia brasileira, tratava-se de uma nova estratégia de desenvolvimento, baseada nas idéias neoliberais. Neste sentido, O cenário externo favorável viabilizou a utilização da âncora cambial como instrumento central da política antiinflacionária, assegurada pela entrada maciça de capitais externos atraídos por uma política de juros internos elevados. No entanto, a utilização da âncora cambial criou uma série de armadilhas para o país que inviabilizaram a redução da taxa de juros, tal como havia sido planejado pelas autoridades monetárias, o que acarretou em um grave desequilíbrio externo e uma forte deterioração das contas públicas. Neste sentido, apesar de haver atingido o objetivo da estabilização, o Plano Real não garantiu uma trajetória de crescimento econômico sustentado. O objetivo deste trabalho é apresentar a crítica de economistas brasileiros de orientação teórica pós-keynesiana à condução da política econômica no período Governo FHC (1994 a 2002).

LISTA DE ANEXOS

Anexo 1: Reservas internacionais, jun. 1994 a dez. 2002.	66
Anexo 2: Taxa de juros Selic, dez. 1994 a dez. 2002	68
Anexo 3: Dívida líquida pública total (% PIB), 1994 a 2002	70

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Reservas internacionais conceito liquidez total (em bilhões de US\$), jun.1994 a dez.2002.	31
Figura 2: Taxa de juros Selic acumulada no mês anualizada, dez.1994 a dez.2002.....	33
Figura 3: Dívida líquida total do setor público (%PIB), 1994 a 2002.	39

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Taxa de inflação IGP/DI-FGV, 1991 a 2002.....	30
Tabela 2: Balança comercial (em bilhões de US\$), 1994 a 2002.....	37
Tabela 3: Balanço de pagamentos (em bilhões de US\$), 1994 a 2002.....	37
Tabela 4: Déficit público e gastos com juros nominais (% PIB), 1995 a 2002.....	41
Tabela 5: Taxa de variação real do PIB, 1994 a 2002.....	42

SUMÁRIO

RESUMO	1
LISTA DE ANEXOS	5
LISTA DE FIGURAS	6
LISTA DE TABELAS	7
1. INTRODUÇÃO	9
1.1 PROBLEMÁTICA	9
1.2 OBJETIVOS.....	10
1.2.1 Objetivo Geral	10
1.2.2 Objetivos Específicos.....	11
1.3 METODOLOGIA E ESTRUTURA	11
2. OS PRESSUPOSTOS DO PLANO REAL	13
2.1 ANTECEDENTES DO PLANO REAL.....	13
2.2 O PLANO REAL COMO ESTRATÉGIA DE DESENVOLVIMENTO.....	15
2.3 A POLÍTICA MACROECONÔMICA NO PERÍODO 1994 A 2002	21
2.3.1 Política Monetária	21
2.3.2 Política Cambial	23
2.3.3 Política Fiscal.....	24
3. OS DESDOBRAMENTOS DA IMPLEMENTAÇÃO DA ESTRATÉGIA DE DESENVOLVIMENTO	27
3.1 OS LIMITES DA POLÍTICA ECONOMIA BASEADA NA ÂNCORA CAMBIAL E A VISÃO OFICIAL ...	27
3.2 O CONTEXTO ECONÔMICO INTERNACIONAL E AS RESTRIÇÕES À CONTINUIDADE DA POLÍTICA ECONÔMICA INICIAL.....	29
3.3. OS RESULTADOS DA POLÍTICA ECONÔMICA ADOTADA	35
3.3.1 Aumento da Vulnerabilidade Externa	35
3.3.2 Desequilíbrio Fiscal.....	39
3.3.3 Restrições ao Crescimento Econômico	42
4. A CRÍTICA PÓS-KEYNESIANA À POLÍTICA ECONÔMICA ADOTADA NO PERÍODO DO GOVERNO FHC (1994-2002)	45
4.1 A CRÍTICA À EXCESSIVA ABERTURA FINANCEIRA	46
4.2 A CRÍTICA À UTILIZAÇÃO DA TAXA DE JUROS COMO INSTRUMENTO ANTIINFLACIONÁRIO.....	52
4.3 A CRÍTICA À CONDUÇÃO DA POLÍTICA FISCAL.....	56
5. CONCLUSÃO	59
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	62
ANEXOS	66

1. INTRODUÇÃO

1.1 Problemática

O Plano Real, implementado no Brasil a partir de julho de 1994, deve ser analisado considerando as transformações ocorridas no cenário interno e externo na década de 1990. Esse plano, mais do que uma política de estabilização, tratou-se de uma nova estratégia de desenvolvimento e de uma nova forma de integração da economia brasileira à economia mundial, sendo influenciado pela visão neoliberal, que havia estabelecido uma hegemonia no pensamento dos centros financeiros e de poder dos países desenvolvidos.

No cenário externo, o início da década foi marcado por intensa liquidez internacional, causada por um período prolongado de taxas de juros muito baixas, além dos processos de desregulamentação e globalização financeira observados no período. Este contexto internacional associado às políticas de ajuste no Brasil, e na maioria dos países da América Latina, direcionadas a uma maior liberalização comercial e financeira, e as altas taxas de juros praticadas nesses países viabilizaram a reintegração dos “mercados emergentes” latino-americanos na rota do capital internacional.

Esta nova configuração do mercado financeiro internacional foi determinante para viabilizar a implementação do Plano Real. Este plano seguiu o mesmo padrão dos planos de estabilização aplicados na América Latina e representou mais do que um plano de estabilização macroeconômica, tratava-se de uma nova estratégia desenvolvimento que visava a inserção do Brasil nesta nova ordem internacional. Em termos gerais, a base de sustentação do plano era: a liberalização comercial e financeira, visando uma maior integração com a economia mundial, programa de estabilização de preços com base na âncora cambial e redução da intervenção do Estado na economia, além de políticas de privatização, concentrados na área de infra-estrutura.

Os principais argumentos dos formuladores do plano eram que a estabilidade de preços viabilizaria o cálculo econômico dos agentes no curto prazo, estimulando o investimento privado; a abertura comercial aumentaria a competitividade dos produtores internos, aumentando assim, a produtividade; as privatizações e o investimento externo

removeriam gargalos de oferta na indústria e na infra-estrutura, reduzindo custos e melhorando a eficiência; a liberalização e a estabilidade cambial atrairiam poupança externa em escala suficiente para financiar os possíveis déficits em conta corrente, gerados pelo aumento das importações (ALMEIDA E BELLUZZO, 2002, p. 374).

O sucesso imediato do plano, qual seja a redução drástica da inflação, deveu-se principalmente ao retorno do capital internacional que viabilizou a sustentação da âncora cambial como principal instrumento antiinflacionário, através da entrada maciça de capitais externos, sobretudo de curto prazo. No entanto, a base do programa de estabilização através da âncora cambial, sendo esta o regime de câmbio fixo e abertura comercial e financeira, provocou uma forte deterioração da balança comercial e, conseqüentemente, do saldo em transações correntes. A forma encontrada para financiar tais déficits foi através da entrada de capitais externos, sobretudo de curto prazo, atraídos por uma elevada taxa de juros, afetando negativamente o nível de atividade da economia.

Neste contexto, a conquista da estabilidade monetária e a disponibilidade de capital externo não foram suficientes para permitir a recuperação sustentada do crescimento econômico no país. A estabilidade cambial e monetária estava apoiada em uma base extremamente frágil, tal como o endividamento externo sob condições do humor dos investidores estrangeiros, o que tornou o Brasil altamente vulnerável externamente.

Diante do cenário exposto, o objetivo neste trabalho é apresentar uma análise da crítica de economistas pós-keynesianos à condução da política econômica no período de Governo do Presidente Fernando Henrique Cardoso (FHC) de 1994 a 2002. A visão pós-keynesiana é orientada pela hipótese de que a política econômica do Estado tem um importante papel na estabilização da economia em um nível próximo do pleno emprego e na orientação do investimento na estratégia de desenvolvimento.

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo Geral

Apresentar uma análise da crítica de economistas pós-keynesianos à condução da política econômica adotada no Governo FHC (1994-2002).

1.2.2 Objetivos Específicos

- Analisar o Plano Real, tanto como uma política de estabilização quanto como uma nova estratégia de desenvolvimento.
- Apresentar os resultados da política econômica adotada no período.
- Analisar a crítica pós-keynesiana à política econômica adotada no período.

1.3 Metodologia e Estrutura

Além desta introdução, o trabalho será composto pelas seguintes seções:

Inicialmente, no capítulo II, com base na literatura existente realiza-se uma análise do Plano Real, partindo-se da hipótese de que este plano, mais do que um programa de estabilização, tratou-se de uma nova estratégia de desenvolvimento. Analisam-se as políticas adotadas no início do plano e os argumentos das autoridades econômicas. Cabe esclarecer que o objetivo deste trabalho não é fazer uma análise descritiva das etapas de implantação deste plano, mas principalmente focar a questão da estratégia de desenvolvimento e as políticas realizadas para viabilizar tal estratégia.

Posteriormente, no capítulo III, através de análise da literatura disponível sobre o assunto, demonstram-se os resultados macroeconômicos das políticas adotadas no início do plano, focando em três pontos centrais: a vulnerabilidade externa, as finanças públicas e o nível de crescimento econômico. Para reforçar tal análise, apresentam-se dados referentes aos indicadores macroeconômicos do período. Estes indicadores foram coletados da literatura, do endereço eletrônico do Banco Central do Brasil e do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), e são apresentados na forma de tabelas e gráficos.

Finalmente, no capítulo IV, através de uma revisão de estudos de economistas pós-keynesianos, realiza-se uma análise da crítica de tal visão à política econômica adotada no

referido período. Tal crítica é analisada focando em três pontos fundamentais: a elevada abertura financeira, a utilização da taxa de juros como política antiinflacionária e a condução da política fiscal. Convém esclarecer que este trabalho não tem intenção de fazer uma apresentação da teoria pós-keynesiana, mas optou-se por concentrar o foco na análise da política econômica do governo FHC a partir da visão de autores pós-keynesianos. A justificativa para a escolha destes autores está na posição crítica e teoricamente fundamentada apresentada por estes no debate contemporâneo sobre as opções de política econômica.

2. OS PRESSUPOSTOS DO PLANO REAL

2.1 Antecedentes do Plano Real

A busca por uma estratégia que alcance a estabilidade econômica conjugada a uma política de desenvolvimento econômico é um objetivo perseguido pela maioria dos países e pelos formuladores de política econômica. Porém atingir esses dois fins é uma tarefa que requer mais do que boas intenções, faz-se necessária a criação de condições estruturais e institucionais para a condução dos países ditos “menos desenvolvidos” àqueles objetivos.

No Brasil, os anos 1980 foram marcados por uma fase de prolongada instabilidade macroeconômica, com altas taxas de inflação e baixas taxas de crescimento econômico, sendo, por isso, chamada de a “década perdida”. Essa década marcou os limites do crescimento econômico baseado em um endividamento externo, causados pelo choque duplo (em 1979), dado pela elevação das taxas de juros americanas e do aumento dos preços do petróleo. Esse quadro foi agravado pela moratória mexicana, em 1982, que desencadeou a crise da dívida externa.¹

A partir daí, a década foi marcada pela adoção de políticas de ajustes internos e externos que se mostraram de difícil conciliação. No primeiro momento, essas políticas tinham como objetivo ajustar os graves desequilíbrios do balanço de pagamentos dos países devedores. Em um segundo momento, houve a percepção de que essas políticas de ajuste do balanço de pagamentos não estavam sendo suficientes para resolver a crise da dívida externa, por conta disso, houve a proposição de reformas estruturais que deveriam acompanhar esse ajuste.

Neste sentido, as restrições provocadas pela crise da dívida levaram os governos das economias nacionais endividadas a adotarem políticas de acordo com as negociações e exigências dos credores. A exigência de um monitoramento das agências multilaterais, como o Fundo Monetário Internacional (FMI), impôs uma restrição ao grau de liberdade de política econômica das economias nacionais.

Neste contexto, na década de 1990 observou-se uma forte reorientação estratégica de inspiração neoliberal. Ainda no final da década de 1980, Williamson (1989) publicou o chamado “Consenso de Washington”, que sintetiza a visão daquele ideário neoliberal, e que expressaria, de modo geral, o “consenso” dos organismos multilaterais sobre as medidas mais apropriadas a serem adotadas pelos ditos “países em desenvolvimento”.

Em termos gerais, essas recomendações incluíam: disciplina fiscal, eficiência macroeconômica dos gastos públicos, reforma fiscal, estabelecimento de taxas de câmbio competitivas, garantia dos direitos de propriedade, liberalização comercial, desregulamentação da economia, privatizações, redução da intervenção do Estado na economia, eliminação das barreiras ao investimento externo e liberalização financeira.

Assim, na década de 1990 observou-se um esforço do Governo brasileiro no sentido de implementar uma série de reformas estruturais direcionadas por uma estratégia de desenvolvimento que seguia os padrões neoliberais. Foi neste contexto que, em Julho de 1994, foi implementado o Plano Real, que tinha como missão, mais do que estabilizar a economia, promover a retomada do crescimento e desenvolvimento econômicos.

Uma destas reformas foi a abertura comercial e financeira que, naquele momento, estavam integradas para esta nova estratégia de desenvolvimento. Ambas se tornaram pré-requisito para a viabilização do uso do modelo de âncora cambial, instrumento principal da política de estabilização do Plano Real, como será mostrado neste capítulo. Por um lado, a abertura comercial estimulou as importações, aumentou a oferta de produtos importados e pressionou os preços dos produtos no mercado interno, além de estimular o processo de reestruturação industrial. De outro lado, a abertura financeira permitiu a entrada de capitais de risco para financiar este aumento das importações e para viabilizar o acúmulo de reservas internacionais fundamental para dar credibilidade à âncora cambial.

Diante disso, a estabilização monetária da economia foi considerada condição necessária para a formulação e implementação desta nova estratégia de desenvolvimento. Os formuladores de tal estratégia acreditavam que as medidas de política estabilização e estratégia de desenvolvimento reforçariam-se mutuamente. Neste sentido o Plano Real mais do que um plano de estabilização de preços foi “(...) um projeto de desenvolvimento liberal que supõe a convergência relativamente rápida das estruturas produtivas e da produtividade

¹ Sobre as restrições ao crescimento econômico no Brasil nos anos 1980 ver Almeida e Belluzzo (2002).

da economia brasileira na direção dos padrões ‘competitivos’ e ‘modernos’ das economias avançadas” (ALMEIDA E BELLUZZO, 2002, p. 373).

Diante disso, o objetivo deste capítulo não é fazer uma análise meramente descritiva do Plano Real como política de estabilização, mas sim analisar como tal política criou condições para a formulação e implementação de uma nova estratégia de desenvolvimento para o Brasil.²

2.2 O Plano Real como Estratégia de Desenvolvimento

Pelos argumentos expostos na seção anterior, há a proposição de analisar-se o Plano Real não apenas como uma política macroeconômica de estabilização, mas sim como uma política de estabilização conjugada a um projeto de desenvolvimento neoliberal.

A sua conjugação estaria, resumidamente, baseada na seguinte seqüência causal: a estabilidade de preços estimularia o investimento privado; a abertura comercial tornaria os produtores domésticos mais competitivos; as privatizações e o investimento estrangeiro reduziriam custos e melhorariam a eficiência na indústria e na infra-estrutura; a liberalização cambial atrairia poupança externa, capaz de gerar investimentos e financiar o déficit em conta corrente (ALMEIDA E BELLUZZO, 2002, p.374).

Assim, de acordo com a visão oficial, os investimentos domésticos, em função das privatizações e do fluxo de investimentos externos, promoveriam um aumento dos investimentos produtivos em escala suficiente para permitir a sustentação de um novo ciclo de desenvolvimento. A reestruturação industrial produziria ganhos de produtividade suficientes para compensar a valorização da taxa de câmbio e estimular a recuperação das exportações. Neste sentido, o argumento das autoridades econômicas era que haveria um ajuste gradativo da balança comercial em que, como resultado da maior abertura comercial, haveria uma melhora da competitividade da economia nacional viabilizando, em um período razoável, um aumento nas exportações e uma desaceleração no ritmo de crescimento das

² Para uma análise descritiva da implantação do Plano Real ver Mercadante (1998).

importações, resultando em futuros superávits na balança comercial (ALVES JUNIOR E PAULA, 1999, p.75).

Em linha com os argumentos supracitados, foram realizadas uma série de reformas que visavam adequar a estrutura da economia brasileira a essa nova orientação estratégica de desenvolvimento. Uma das primeiras medidas tomadas neste sentido foi a reforma comercial. A liberalização comercial foi considerada uma das principais condições à política de estabilização da economia. Acreditava-se que a entrada de produtos importados no mercado nacional provocaria uma redução dos preços devido ao aumento da oferta e da concorrência.

A abertura comercial, de acordo com as autoridades econômicas, tinha pretensões ainda maiores. Na percepção dos defensores do projeto, ela seria capaz de promover uma reestruturação da indústria brasileira. Tal abertura causaria um “choque de competitividade” nos produtores internos, que expostos à concorrência externa, seriam levados a aumentar seus investimentos em tecnologia, melhorar a qualidade de seus produtos e, conseqüentemente, causar um aumento da produtividade. Estas “condutas virtuosas” causadas pela mudança na estrutura de mercado produziriam maior eficiência e um aumento do dinamismo tecnológico do país (FRANCO, 1998, p.16).

(...) a mudança nos ‘fundamentos’ da dinâmica da competição decorrente da abertura, ou seja, a mudança na estrutura de mercado, produz as condutas virtuosas que produzem maior eficiência. Numa economia protegida, o mundo empresarial reluta em dedicar recursos escassos a investimentos em qualidade e produtividade quando não há necessidade disso...Num outro contexto, onde existem competidores estrangeiros ávidos para ocupar maiores fatias de mercado, o assunto é outro. O investimento em tecnologia, qualidade e produtividade se torna uma necessidade (...) (1998, p.16).

Assim, nesta visão, o programa de liberalização comercial ia ao encontro dos princípios da estratégia de desenvolvimento. A estratégia de desenvolvimento esteve orientada para uma maior integração da economia brasileira com a economia mundial, com elevação dos níveis de importação e exportação, e forte entrada de capitais.

Naquele momento havia um relativo consenso sobre o diagnóstico de que o modelo vigente desde o pós-guerra havia esgotado o seu dinamismo, isto é, havia a crença de que o processo de substituição de importações e suas políticas, não era mais o modelo de

desenvolvimento para a economia brasileira. O processo de industrialização por substituição de importações utilizou instrumentos de política econômica de proteção à indústria nascente, como as reservas de mercado, subsídios e incentivos fiscais e financeiros e foi impulsionado pelo setor produtivo estatal. O Estado tinha o papel de assegurar a infra-estrutura básica e ocupava o papel do setor privado nos segmentos da indústria pesada que o capital internacional não tinha interesse e o nacional não tinha de condições de investir.

Pelo lado do financiamento, havia uma forte dependência do endividamento externo e público, que gerou recorrentes processos inflacionários, especialmente no final dos anos 70, quando as condições de financiamento externo foram comprometidas e as condições que viabilizaram esse modelo esgotaram-se, sendo agravada nos anos 80 pela crise da dívida externa.

O diagnóstico das autoridades econômicas foi que este modelo havia criado ineficiências na estrutura produtiva da economia brasileira formada nesse período, e, portanto, havia a necessidade de submetê-la à concorrência externa, para que desenvolvesse a capacidade de permanecer no mercado de forma competitiva.

Além disso, devido ao quadro de forte instabilidade predominante na década de 1980 e da conseqüente redução dos investimentos em infra-estrutura no período, a estrutura produtiva brasileira se encontrava, no momento da reforma, em situação de defasagem tecnológica em comparação aos produtores internacionais. Este diagnóstico sobre a situação da economia brasileira no início da década de 1990, reforçou a percepção sobre a necessidade da proposição de uma nova estratégia de política industrial para o Brasil que tinha como “objetivo central o aumento da eficiência na produção e comercialização de bens e serviços, com base na modernização e reestruturação da indústria” (MARQUES E REGO, 2003 b, p. 208).

Assim, pode-se dizer que a reforma comercial antecedeu o Plano Real, pois desde 1988, já havia uma posição das autoridades econômicas mais favorável à redução de controles quantitativos e administrativos sobre as importações e uma proposta de redução tarifária. No entanto, foi a partir de 1990 que a abertura comercial se intensificou. Como

ilustração, a tarifa nominal média de importação, que era de 40% em 1990, foi reduzida gradualmente até atingir seu nível mais baixo em 1995, 13%.³

Os efeitos da abertura comercial são múltiplos e em tempos variados. De um lado, os efeitos das importações sobre a estrutura produtiva são graduais e devem ser analisados no médio prazo. Os efeitos sobre a balança comercial, por sua vez, foram mais rápidos. A abertura comercial causou uma deterioração da balança comercial, resultando em um forte desequilíbrio na conta de transações correntes, como será analisado no próximo capítulo. Ainda assim, as autoridades monetárias acreditavam que tais desequilíbrios não eram preocupantes, visto que seriam financiados pelos ingressos de capitais externos.

A partir dessa constatação, a abertura financeira foi considerada, na visão dos formuladores de política, outra medida essencial para a estratégia de desenvolvimento do Plano Real. Acreditava-se que tal abertura seria capaz de provocar um influxo de capitais em escala suficiente para estimular investimentos e financiar o déficit em conta corrente.

A abertura financeira, em conjunção com a abertura comercial, como já mencionado, foi um dos pré-requisitos para a adoção do modelo de âncora cambial como instrumento principal da política de estabilização. A adoção de tal regime previa um influxo de recursos capaz de viabilizar o acúmulo de reservas, indispensável para garantir a credibilidade ao programa. Este influxo de capitais seria propiciado pela liberalização financeira.⁴

A adoção de uma taxa de câmbio valorizada como “âncora” não foi um fato isolado, mas um instrumento da política de estabilização. No período recente, a adoção dessa política tornou-se uma política freqüente em países em desenvolvimento que, como o Brasil, apresentavam altas taxas de inflação. Economias com estas características tendem a adotar regimes de câmbio mais fixos como um dos instrumentos macroeconômicos de combate à inflação, pois, como é explicado por Canuto e Holland (2002, p.12), a recuperação do padrão monetário doméstico implica na criação de um vínculo com a moeda de alguma outra economia, em geral, de grande tamanho e com baixa inflação. A lógica da fixação da taxa de

³ Conforme Marques e Rego (2003 a).

⁴ O sistema de âncoras cambiais é uma extensão do regime de câmbio fixo. Neste tipo de regime, o valor da taxa de câmbio é determinado pelo Banco Central que se compromete a comprar e vender divisas à taxa determinada. Desta forma, neste sistema o Banco Central deve possuir uma quantidade de moeda estrangeira

câmbio em um nível valorizado associada à maior abertura comercial, é o estímulo à entrada de produtos importados, com o objetivo de aumentar a concorrência interna e pressionar os preços dos produtos comercializáveis, e assim, auxiliar no combate à inflação.

Desta forma, as âncoras cambiais se tornaram parte fundamental de qualquer processo de estabilização de preços em economias com altas taxas de inflação, pois garantiria a credibilidade da moeda nacional. Essa credibilidade adviria da disciplina monetária e fiscal que deve ser perseguida para a manutenção da paridade cambial.

A exigência do acúmulo de reservas para a adoção da âncora cambial foi atendida pelo Brasil graças às condições de alta liquidez apresentadas pelo mercado mundial no momento da implementação do programa, além do redirecionamento do capital externo em direção aos “países emergentes” que ocorreu na década de 1990, como é observado em Almeida e Belluzzo:

Ao estado quase depressivo dos mercados de qualidade e à situação de sobrelíquidez, causada por um período prolongado de taxas de juros muito baixas, juntou-se um quadro, nos mercados emergentes latino-americanos, de estoques de ações depreciados, governos fortemente endividados e proprietários de empresas públicas privatizáveis distribuídas por vários setores da economia, além das perspectivas de valorização das taxas de câmbio e da manutenção de taxas de juros reais elevadas, em moeda forte, mesmo depois da estabilização (2002, p.365).

Diante do exposto acima, é importante compreender a lógica que amparava a utilização da âncora cambial como instrumento de política de estabilização. Tal lógica era que taxa de câmbio fixa e a abertura comercial reduziriam gradualmente os diferenciais de inflação e de juros, permitindo a operação da “lei do preço único”. De acordo com esta teoria, produtos homogêneos devem ter o mesmo custo nos diferentes mercados, quando expressos na mesma moeda, de forma que o consumidor seja indiferente entre comprar em qualquer um dos dois mercados, isto é, no mercado interno ou externo (via importações) (LOPES E VASCONCELLOS,1998, p.189).

A igualdade entre os preços seria garantida pelas leis de mercado, ou seja, desconsiderando os custos de transação, se o preço de um produto for o menor no Brasil do que nos EUA, todos os consumidores americanos irão preferir consumir o produto brasileiro, assim a elevação da demanda no mercado nacional tenderia a elevar o preço do

suficiente para atender qualquer demanda por esta moeda, a fim de manter a paridade escolhida e a credibilidade do programa (Cardim de Carvalho, 2001).

produto no Brasil, e a diminuição da demanda nos EUA tenderia a reduzir o respectivo preço, até que os dois se iguallassem.

Assim, aplicada na economia como um todo, a lei do preço único nos remete a “paridade do poder de compra das moedas”.⁵ Neste caso, ao invés de definir a taxa de câmbio como a relação entre os preços de uma única mercadoria, expressa em diferentes moedas, relaciona-se o nível de inflação nos diferentes países. É a chamada “versão absoluta da paridade do poder de compra”. Assim:

$$E = P_{br} / P_{eua}$$

Onde: E = Taxa de câmbio R\$/US\$

P_{br} = preço de um produto no Brasil expresso em reais

P_{eua} = preço de um produto nos EUA expresso em dólares

Existe, ainda, a chamada “versão relativa da paridade do poder de compra”, que ao invés de determinar em termos absolutos o valor da taxa de câmbio, explica como se dá a correção cambial ao longo do tempo. De acordo com essa teoria, a taxa de câmbio nominal deve ser corrigida pelo diferencial entre a inflação doméstica e a externa, de modo a manter a taxa de câmbio real constante, ou seja, o poder de compra da moeda.

$$\Delta E = \pi - \pi^*$$

Onde: E = variação da taxa de câmbio nominal em cada período

π = inflação doméstica no mesmo período

π^* = inflação externa no mesmo período

Assim, a lógica da âncora cambial era que o compromisso com a taxa de câmbio fixa e os avanços da abertura comerciais permitiriam a operação da lei do preço único, promovendo a redução progressiva dos diferenciais de inflação e de juros entre o país e o “país âncora”. Além disso, a taxa de câmbio fixa em um nível valorizado estimularia as

⁵ Para uma melhor compreensão sobre esta teoria ver Holland, Márcio e Valls Pereira, Pedro L. 1999. Taxa de câmbio real e paridade de poder de compra no Brasil. **Revista Brasileira de Economia** 53, 3 (julho): 259-285.

importações aumentado a concorrência interna e, desta forma, auxiliaria no controle da inflação.

Entretanto, apesar da rápida desinflação possibilitada pela estabilidade cambial, este regime, como já mencionado, pode levar a sérios desequilíbrios no balanço de pagamentos, caso a taxa de câmbio não garanta um equilíbrio na balança comercial, uma vez que a moeda valorizada torna os produtos internos menos competitivos em relação ao setor externo, o que compromete o setor exportador causando pressões negativas na balança comercial.

Ainda assim, os defensores deste regime acreditavam que as novas condições de liquidez para os países emergentes seriam sustentadas e, desta forma, qualquer desequilíbrio em transações correntes poderia ser, num primeiro momento, financiado pela entrada de capitais.

A abertura financeira, em particular, facilitou ainda o processo de privatizações, visto que criou condições para a participação de investidores externos na aquisição de ativos públicos. Este processo, apesar de iniciado na década de 1980, foi intensificado na década de 1990 e tornou-se parte das reformas liberais implantadas no Brasil. O argumento, em termos de impacto sobre a estrutura produtiva, era que as empresas seriam vendidas para aprimorar a reestruturação do processo produtivo do país, levando a um aumento geral da eficiência.

De acordo com Baumann (1999, p. 24), de 1991 a 1994, “foi privatizado um número relativamente pequeno de empresas, gerando receita total de US\$ 8,6 bilhões”. No entanto foi neste período que se realizou a venda das principais empresas estatais: “as empresas nos setores de aço, petroquímica e fertilizantes correspondiam a mais de 90% das atividades do estado como empresário”. (ibidem)

2.3 A Política Macroeconômica no Período 1994 a 2002

2.3.1 Política Monetária

No período de 1994 a 2002, a política monetária foi caracterizada pela manutenção de elevadas taxas de juros em praticamente todo o período.

No início do Plano, a taxa de juros foi intensamente utilizada para assegurar a entrada de recursos externos e financiar a manutenção da taxa de câmbio valorizada. No plano interno, o objetivo era conter o nível de atividade econômica, uma vez que a rápida desinflação ocasionou uma expansão do consumo interno no início do programa.

No caso da atração de capitais externos, deve ser considerado que a moeda nacional, recém estabilizada, oferecia, na visão dos investidores, maiores riscos. Desta forma, a taxa de juros neste período deveria incorporar, além do risco país, a expectativa de desvalorização do câmbio, uma vez que a sustentabilidade da paridade cambial era posta constantemente em dúvida. Assim, a política monetária teve como tarefa reduzir esta incerteza em relação à âncora cambial.

Diante da recente estabilização da moeda, os ativos precisavam garantir altos níveis de rentabilidade e prêmios de risco em suas taxas de retorno como forma de compensar os maiores riscos, principalmente em relação à taxa de câmbio. “Era preciso sustentar a credibilidade do preço de referência (câmbio), oferecendo garantia de valorização aos capitais dispostos a financiar o desequilíbrio externo, pois, alterações nas expectativas destes agentes resultariam em fuga de capitais e descredito na estabilidade” (LOPREATO, 2002, p.11).

No caso do controle do nível de atividade, a política esteve fundamentada na teoria econômica convencional que adota como conduta de política monetária uma regra de manipulação da taxa de juro que visa conter pressões inflacionárias.⁶ A eficiência de tal política é garantida, pois uma elevação dos juros reduz a demanda agregada, contraindo o nível de atividade econômica e assim, desestimulando o reajuste de preços pelos empresários.

⁶ Refere-se à chamada Regra de Taylor, que se caracterizou como referência sobre a determinação de uma função capaz de representar o comportamento das autoridades monetárias na determinação de uma taxa de juros que garanta a estabilidade de preços, sem comprometer o nível da atividade econômica. Taylor, J. (1993). Discretion versus policy rules in practice. **Carnegie-Rochester Conference on Public Policy**. 39: 195-214.

Portanto, tal política alcança o controle da inflação às custas de uma redução no nível de emprego. Segundo Sicsú e Oliveira de Castro (2003, p.31), “não há dúvida de que tal política antiinflacionária poderá ser bem-sucedida na medida em que reforça o pessimismo empresarial, reduz o nível de investimentos privados e, pelo efeito multiplicador, resfria toda a economia e aumenta o desemprego”.

Além dos motivos citados acima, a partir de fins de 1994, ocorreram acentuadas elevações das taxas de juros em resposta ao processo de fuga de capitais causado pelas sucessivas crises externas, como a do México, em 1994/1995, a asiática, em 1997, a russa em 1998, e ainda para combater os ataques especulativos contra a moeda nacional, como notadamente ocorreu em fins de 1998 e início de 1999.

Esta manutenção de juros elevados teve continuidade no período de 1999 a 2002, induzida pela política de metas inflacionárias. Tal política estabelece uma meta para algum índice de inflação que é anunciado no início de determinado período. No Brasil, esta meta (índice IPCA-IBGE) é anunciada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e deve ser perseguida pelo Banco Central. O objetivo da política monetária passa a ser o alcance da meta de inflação estabelecida.⁷

2.3.2 Política Cambial

A política cambial desempenhou papel fundamental no processo de estabilização econômica e assumiu características diferentes ao longo do período de 1994 a 2002.

Nos primeiros meses do plano, as autoridades monetárias permitiram uma forte valorização da taxa nominal de câmbio, visando uma convergência mais rápida entre a taxa de inflação doméstica e a dos EUA, como foi mostrado na seção anterior, e que de fato ocorreu, como será visto no próximo capítulo.

⁷ Sobre o regime de metas de inflação ver Sicsú (2002).

Neste momento, o regime de câmbio adotado no Brasil foi o sistema de banda cambial⁸. Esse regime caracteriza-se pelo estabelecimento de limites superiores e inferiores para variações do câmbio, pressupondo-se que dentro desses limites a taxa de câmbio flutua, livremente, em torno de uma taxa de referência. A autoridade monetária compromete-se a intervir no mercado cambial sempre que a taxa de câmbio se aproximar dos limites da banda, sinalizando para os agentes econômicos que a política cambial está sob controle e deverá ser honrada.

No caso do Brasil, foi adotada a chamada banda cambial assimétrica, na qual o Banco Central comprometer-se-ia a intervir no mercado de câmbio caso o Real se desvalorizasse em relação ao dólar, mas deixaria o mercado atuar em caso de uma apreciação da taxa de câmbio.

No final de 1994, a crise do México já sinalizava um movimento de fuga de capitais nos “países emergentes”. Apesar disso, neste momento, as autoridades monetárias não admitiram uma desvalorização do câmbio, argumentando que esta poderia causar uma pressão inflacionária. Assim, a partir de 1996 adotou-se um sistema de “crawling peg”, no qual o Banco Central ajustou periodicamente a taxa nominal de câmbio de acordo com uma série de indicadores e procurou estabelecer um processo de desvalorizações graduais da taxa de câmbio.

Tal regime durou até janeiro de 1999 quando, após vários ataques especulativos e uma intensa perda de reservas as autoridades monetárias deixaram o real flutuar, adotando um regime de flexibilidade cambial.

2.3.3 Política Fiscal

Os formuladores do Plano Real identificaram o déficit público como sendo uma das principais causas estruturais da inflação no Brasil, além da generalizada indexação. De acordo com tal visão, existia inflação porque o déficit do governo era financiado através da emissão de moeda e este excesso de moeda na economia gerava inflação. A chamada

“receita de senhoriagem” que representa a capacidade de geração de receita pelo governo através do aumento da base monetária.

A partir dessa constatação, o ajuste fiscal foi considerado uma exigência prévia ao plano de estabilização. Assim, a primeira preocupação do programa de estabilização foi o controle dos gastos públicos financiados com o imposto inflacionário. Neste sentido foi realizado um ajuste fiscal que pretendia a contenção de gastos públicos e um aumento das receitas tributárias.

Porém, o forte crescimento do déficit externo após 1994, levou à utilização dos títulos da dívida pública, com juros elevados, como uma das formas de atração do capital externo para o financiamento desse déficit. Segundo Oliveira e Sant’Ana (2003, p. 79), os títulos da dívida pública em poder do público passaram de 12% do PIB em 1994 para 40% em 1999 e atingiram 50% do PIB em julho de 2001. E embora a carga tributária tenha aumentado de 24% para 34% do PIB entre 1994 e 2001, também aumentaram, a uma taxa ainda maior, os gastos com juros da dívida.⁹

De acordo com Lopreatto (2002, p. 12), tais condições exigiram das contas públicas uma tarefa dupla: “de um lado, acomodar os custos das políticas de câmbio e de juros e, de outro, conter eventuais riscos de *default* na dívida pública que pudessem levar à fuga de capitais e ameaçar a estabilidade do câmbio”.

Essa utilização das finanças públicas como forma de financiamento do déficit, no momento inicial do Plano Real, viabilizou-se, segundo Lopreatto (Ibidem), tendo como base dois pilares fundamentais: de um lado, o suporte fiscal dado pelo alto superávit primário de 1994 e, de outro, o espaço para crescimento da dívida pública herdado pelo governo FHC, que viabilizou o uso dos títulos como forma de atração de capitais externos, através da esterilização dos superávits do balanço de pagamentos. Essa política de esterilização consiste no processo no qual o Banco Central retira o excesso de recursos da economia, por meio da emissão de dívida pública, a fim de evitar os impactos de tais recursos sobre a base monetária e o nível de preços do país.

Neste sentido, passado o período inicial da política de estabilização, a grande liquidez internacional manteve a expectativa favorável e permitiu a manutenção da política

⁸ Sobre os diferentes regimes de câmbio ver Cardim de Carvalho (2001).

⁹ Esses resultados serão demonstrados no capítulo seguinte.

de financiamento externo e estabilidade do câmbio. Desta forma, em um primeiro momento, a deterioração do quadro fiscal a partir de 1995 não provocou alta de preços nem prejudicou o programa de estabilização. No entanto, em um segundo momento, o crescimento acelerado da dívida pública, causado principalmente pela manutenção de altas taxa de juros ao longo de todo o período, causou um grave desequilíbrio fiscal, gerando dúvidas acerca da sustentabilidade da dívida pública, exigindo alterações da política fiscal, como será visto no próximo capítulo.

Como síntese, a política de estabilização do Plano Real foi considerada a base para uma nova estratégia de desenvolvimento para o Brasil. No entanto a própria política de estabilização, centrada na política de âncora cambial associada a forte abertura comercial e financeira, criou fortes restrições para a implementação da estratégia de desenvolvimento, como será visto nos próximos capítulos.

3. OS DESDOBRAMENTOS DA IMPLEMENTAÇÃO DA ESTRATÉGIA DE DESENVOLVIMENTO

3.1 Os Limites da Política Economia Baseada na Âncora Cambial e a Visão Oficial

Conforme mostrado no capítulo anterior, na implementação do Plano Real os formuladores da política econômica puderam contar com um momento de abundante liquidez internacional, o que propiciou a utilização da âncora cambial como principal instrumento de estabilização. Foi mostrado ainda, que tal política cambial foi assegurada pelo influxo de capitais atraídos pela manutenção de elevadas taxas de juros. Assim, a política macroeconômica do Plano Real esteve centralizada na combinação câmbio valorizado e taxas de juros elevadas.

No entanto, o programa de estabilização baseado na âncora cambial, apesar do sucesso referente ao controle da inflação, resulta, segundo Hermann (1999, p.476), em um aumento da vulnerabilidade da economia a choques externos, refletido, em maior ou menor grau, nas tendências explicadas a seguir.

Déficits comerciais recorrentes e crescentes, como resultado da combinação do câmbio valorizado e da inflação residual com o aquecimento da atividade econômica, que, normalmente, acompanha as experiências de estabilização por âncora cambial. Neste caso, o efeito da queda abrupta da inflação ocasiona uma expansão do consumo impulsionando, assim, o nível de atividade econômica no curto prazo.

Outra tendência resultante da utilização da âncora cambial é a ocorrência de elevados superávits na conta capital do balanço de pagamentos, que criam dificuldades na administração da política monetária, uma vez que as autoridades monetárias passam a ter que abrir mão de objetivos domésticos para honrar com o compromisso do câmbio fixo.

Além disso, há uma forte deterioração das contas públicas, uma vez que a preservação da taxa de câmbio nominal é garantida através da entrada de recursos externos, atraídos por taxas de juros elevadas, podendo acarretar, em alguns casos, na necessidade de operações de esterilização do excesso desses recursos, como forma de não ameaçar a

paridade estabelecida. A freqüente venda de títulos públicos eleva as despesas do governo, criando e, em alguns casos, ampliando os déficits do governo, que passam a exigir novas colocações de títulos, criando-se, assim, um círculo vicioso.

Todas essas tendências supracitadas foram observadas logo nos primeiros anos de vigência do Plano Real. Os formuladores da política econômica, por sua vez, não desconheciam os riscos inerentes a essa política, uma vez que, segundo Hermann (1999, p.477), essa deterioração parece inevitável nos primeiros anos de vigência da âncora cambial porque tem origem em dois fatores fundamentais a este modelo de estabilização, tais como o regime de câmbio fixo, instrumento central da política antiinflacionária, e a abertura comercial e financeira da economia, fundamental à viabilização da utilização da taxa de câmbio como âncora dos preços.

As autoridades monetárias entendiam que estes desequilíbrios externos seriam financiados pelo ingresso de capitais de curto prazo e de investimento estrangeiro. Nesse sentido, o argumento das autoridades monetárias era de que os compromissos externos de curto prazo seriam superados pelos investimentos externos, expandindo, assim, as reservas cambiais a ponto, de torná-las uma garantia contra qualquer tentativa de ataque especulativo ao real (FERRARI, 2003, p.9). Desta forma, nesta perspectiva, a situação do Brasil não apresentaria riscos de crise cambial, não havendo necessidade, assim, de mudanças na condição da política cambial.

Além disso, na visão do governo o crescimento das importações era conseqüência da reestruturação industrial da economia brasileira ocorrida no início dos anos 1990, resultado da abertura comercial e financeira e da própria estabilização monetária. Tal reestruturação resultaria em ganhos de produtividade, propiciando, assim, a recuperação do saldo comercial do balanço de pagamentos, em um período futuro, fundamental para restaurar o equilíbrio externo. Assim, dentro de um prazo razoável, o resultado dos investimentos e o aumento da eficiência imposta pela concorrência externa levariam à recuperação da balança comercial e à redução do déficit em transações correntes.

Mais do que isso, acreditava-se que a diminuição do risco de desvalorização cambial, devido ao aumento da confiança nos fundamentos macroeconômicos da economia brasileira, aumentaria o grau de substituição entre ativos domésticos e ativos estrangeiros. Ou seja, a redução do risco cambial implicaria em uma maior integração entre o mercado

financeiro nacional e o mercado internacional, melhorando, na visão dos investidores estrangeiros, a qualidade dos ativos domésticos emitidos para captação de recursos (ALMEIDA E BELLUZZO, 2002, p.369). Viabilizando, assim, a redução das taxas de juros.

No entanto, as autoridades monetárias não consideraram que a abundante disponibilidade de capital cria sérias dificuldades na administração do risco cambial em países que adotam o regime de câmbio fixo. Além disso, a forte mobilidade dos capitais permite aos investidores internacionais rápidos ajustes de seus investimentos, o que torna extremamente alto o grau de imprevisibilidade dos fluxos de capitais.

Além disso, a forte abertura comercial e financeira necessária para viabilizar a âncora cambial nas economias em processo de estabilização aumenta sobremaneira as incertezas em relação a sua capacidade de manter a paridade cambial estabelecida, tornando esses países extremamente vulneráveis a mudanças ocorridas nas condições financeiras mundiais, e, assim, a ataques especulativos contra suas moedas, como de fato ocorreu e será visto na próxima seção.

Assim, a estabilização através da âncora cambial colocou o Brasil em uma armadilha: de um lado, o compromisso do governo com a âncora cambial reduziu as expectativas de desvalorização cambial, à medida que sustentou a estabilidade de preços e reduziu as incertezas quanto à política cambial do país. Porém, a própria vigência da âncora cambial, foi, por si só, uma fonte de risco, uma vez que acarretou em sérios em desequilíbrios no balanço de pagamentos, e impossibilitou a utilização da taxa de câmbio como instrumento para enfrentar esses desequilíbrios (HERMANN, 1999, p. 477).

3.2 O Contexto Econômico Internacional e as Restrições à Continuidade da Política Econômica Inicial

A política cambial assume papel central nos países que passam a operar no regime de âncora cambial, desta forma, a evolução das contas externas torna-se o principal condicionante da política econômica nesses países. Por outro lado, como foi visto na seção anterior, fatores absolutamente necessários a tal modelo de estabilização, tais como a

tendência à expansão econômica nos primeiros anos de vigência do regime e o aumento no grau de abertura comercial e financeira da economia, dificultam a administração dessas contas.

Assim, como foi visto na seção anterior, tal modelo de estabilização gerou, em um primeiro momento, uma queda brusca na taxa de inflação. A tabela 1, mostra a evolução da taxa de inflação antes e depois do Plano Real.

Tabela 1: Taxa de inflação

Período	IGP-DI/FGV (%)
1991	480,23
1992	1.157,84
1993	2.708,17
1994	1.093,85
1995	14,77
1996	9,33
1997	7,48
1998	1,71
1999	19,99
2000	9,80
2001	10,40
2002	26,41

Fonte: Ipea

Nota: Índice acumulado no ano.

Essa queda brusca da inflação foi acompanhada de uma forte valorização da taxa de câmbio. A valorização da moeda doméstica, por sua vez, teve como consequência uma forte contração no saldo de transações correntes do balanço de pagamentos, devido, sobretudo, ao aumento das importações. No caso do Brasil, esse déficit foi acompanhado de um grande superávit na conta capital, conforme será demonstrado na próxima seção, o que permitiu o seu financiamento, além de viabilizar o crescimento no volume das reservas internacionais

do país, como pode ser constatado na figura 1 a seguir. Esse acúmulo de reservas ocorreu em função da forte entrada de capitais externos atraídos pelo bom desempenho inicial da política de estabilização, conjugado às reformas estruturais liberalizantes, que reduziram o risco atribuído ao país, além da taxa de juros doméstica elevada que aumentou ainda mais a atratividade do financiamento externo.

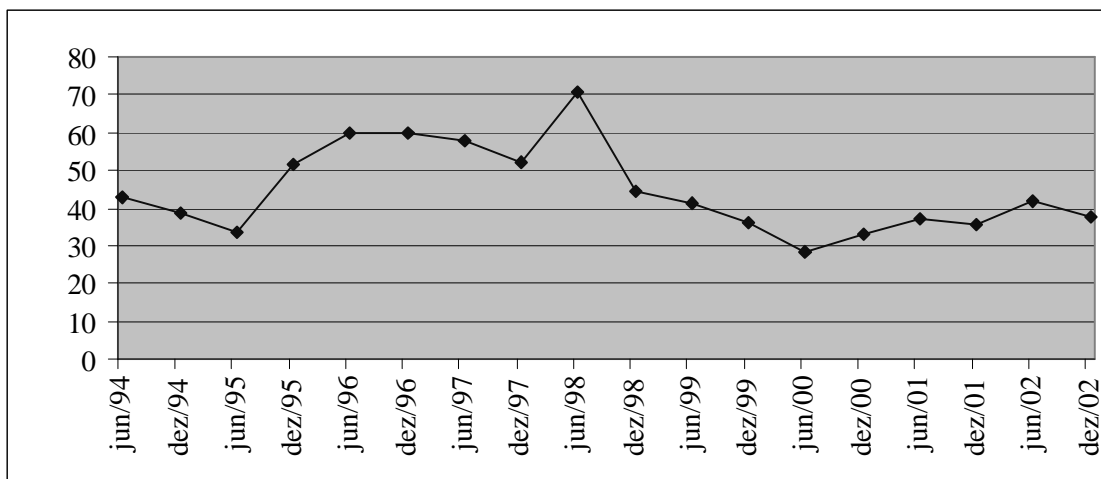


Figura 1: Reservas internacionais (em bilhões de US\$)

Fonte: Banco Central do Brasil.

Nota: Reservas internacionais conceito liquidez total.

Na etapa inicial do Plano Real, essa forte entrada de capitais externos atuou como um *colchão de segurança* para a política de estabilização, permitindo financiar os déficits comerciais, *típicos* dos períodos iniciais nos processos de estabilização com âncora cambial, e acumular reservas, como já foi observado. No entanto, essa melhora nas condições de captação externa de recursos tem conseqüências difíceis de administrar, associados aos movimentos imprevisíveis dos capitais de curto prazo (HERMANN, 1999, p. 487).

Neste caso, a natureza do fluxo de capitais externos é fundamental, pois, segundo Alves Júnior e Paula (1999, p. 73), um dos grandes perigos dos planos de estabilização com âncora cambial é de que uma brusca saída de capitais acarrete em um desequilíbrio no balanço de pagamentos de tal grandeza que possa se tornar insustentável manter a taxa de câmbio estabelecida. Deste modo, a excessiva mobilidade de capital, associado a um regime de câmbio fixo e à fragilidade dos indicadores externos do Brasil, tonou frágil a capacidade

de financiamento do setor externo da economia, aumentando o risco de ataques especulativos contra o Real.

Em economias com essas características, um ataque do tipo “irracional” ou uma crise de contágio podem facilmente precipitar uma *crise cambial clássica*, uma vez que os rápidos ajustes dos investimentos estrangeiros reduzem de forma abrupta e drástica a oferta de capital que financiava o déficit em conta corrente (HERMANN, 1999, p. 493).

Seguindo essa tendência, a partir de 1994, os “países emergentes” foram atingidos por uma sucessão de crises monetário-cambiais, sendo estas a do México em 1994/1995, do Leste Asiático em 1997, da Rússia em 1998, da própria economia brasileira em 1998/1999, e da Argentina em 2001/2002. Essa sucessão de crises abalou a confiança dos investidores estrangeiros “nos mercados emergentes” e os fluxos de capitais internacionais para estes países passaram a ser revertidos sempre que tais crises ocorreram, mudando bruscamente aquele cenário econômico externo favorável observado no momento da implementação do Plano Real.

A crise mexicana, em fins de 1994, já indicava que a fragilidade dos indicadores externos na economia brasileira causaria, em algum momento, uma crise cambial no Brasil. Assim, devido ao “efeito Tequila”, os investimentos de risco reduziram-se significativamente e, como consequência, as reservas cambiais do Brasil diminuíram de US\$ 42,88 bilhões em junho de 1994 para US\$ 33,51 bilhões em junho de 1995, conforme figura 1. Nesse momento, apesar das pressões, as autoridades monetárias brasileiras não admitiram a desvalorização do câmbio, argumentando que esta poderia causar pressões inflacionárias, e adotaram uma nova política cambial de desvalorizações graduais do câmbio controladas pelo Banco Central, o sistema *crawling peg*.¹⁰

Para enfrentar tal crise, as autoridades econômicas brasileiras, adotaram uma série de medidas que seriam utilizadas repetidamente nos anos seguintes: elevação dos juros para incentivar a entrada de capitais de curto prazo, restrição ao crédito - o que provocou contenção do crescimento econômico - corte de gastos e aumento de impostos, além de algumas restrições às importações. Neste sentido, as taxas de juros subiram fortemente em resposta a cada impacto externo, como é mostrado na figura 2 a seguir:

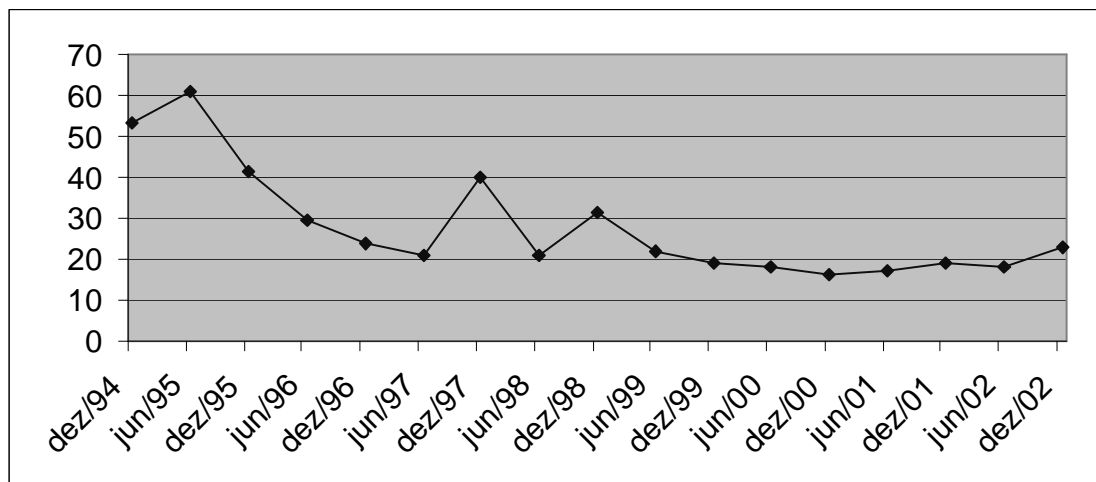


Figura 2: Taxa de juros Selic (%)

Fonte: Banco Central do Brasil

Nota: Selic acumulada no mês anualizada.

Assim, entre dezembro de 1994 e junho de 1995, a taxa de juros elevou-se de 53,25% ao ano para 60,84% ao ano. Tal medida foi suficiente para recuperar o volume de reservas e evitar um ataque especulativo ao real e, conseqüentemente, uma crise cambial. A partir de julho de 1995 o nível de reservas começa a se recuperar, fechando o ano em US\$ 51,84 bilhões.

Porém, apesar de evitar um ataque especulativo ao real e, como conseqüência, uma crise cambial, tais medidas comprometeram demasiadamente a taxa de crescimento da economia. Houve um agravamento dos déficits da balança comercial e de transações correntes, uma forte deterioração das contas públicas e um aumento no nível de desemprego, como será analisado na próxima seção.

Desta forma, diante da crescente vulnerabilidade externa, a sustentabilidade do Plano Real passou a ser colocada constantemente em dúvida. Ainda assim, as autoridades monetárias entendiam que o acúmulo de reservas cambiais era condição suficiente para acreditar que os problemas eram da economia mundial e não necessariamente da economia brasileira (FERRARI FILHO, 2003, p.12).

No segundo semestre de 1997, em função da crise do Leste Asiático, o Real foi atingido por um ataque especulativo e as reservas cambiais no Brasil foram novamente

¹⁰ A política cambial crawling peg foi explicada no capítulo anterior.

atingidas, deixando evidente o grau de vulnerabilidade externa da economia brasileira. A medida adotada pelo governo mais uma vez foi a elevação das taxas de juros, que chegou a 39,79 % ao ano em dezembro de 1997, e novamente o nível de reservas cambiais foi recuperado, atingindo um montante de US\$ 70,89 bilhões em junho de 1998.

No entanto, em 1998, ainda sob ajustes ao choque externo provocado pela crise asiática, a economia brasileira sofreu um novo ataque especulativo, devido ao contágio da crise russa, que afetou negativamente a credibilidade nos mercados emergentes, conjugado à percepção dos investidores externos que o Brasil apresentava sérios desequilíbrios macroeconômicos, mostrando, dessa vez, que as reservas cambiais não eram mais consideradas uma garantia contra esse tipo de ataque. Como consequência, ocorreu uma forte fuga de capitais em favor de ativos de menor risco. Porém, como o ano 1998 era um ano de eleições presidenciais, o Governo, apesar das pressões para a desvalorização cambial, insistiu com a política conservadora: anunciou um novo pacote fiscal e elevou mais uma vez a taxa de juros.

Naquele momento, a política de elevação das taxas de juros, diferentemente do momento das outras crises, não se mostrou eficiente no que diz respeito à recuperação do nível de reservas e da confiança dos investidores nos rumos do Plano Real. Assim, os fluxos de capitais internacionais migraram do Brasil e as reservas cambiais reduziram-se drasticamente. Entre junho de 1998 e dezembro de 1998, as reservas declinaram de US\$ 70,89 bilhões para US\$ 44,55 bilhões, representando uma queda de 37,15%.

Ao final de 1998, o país recorreu ao suporte do FMI, com vistas à recomposição progressiva das reservas internacionais e à preservação da política cambial. O Fundo disponibilizou um aporte de recursos de aproximadamente 40 bilhões, em um pacote standy by, em que os recursos são disponibilizados mediante necessidade. Em contrapartida, o Brasil se comprometeria a cumprir metas de controle fiscal e monetário e aumentar ainda mais as liberalizações financeira e comercial.

No entanto, o Real não resistiu às pressões e a moeda foi atingida por um novo ataque, desta vez mais consistente. Assim, as sucessivas crises cambiais e o cenário internacional de desaquecimento da economia mundial contribuíram para a deterioração dos fundamentos macroeconômicos do Brasil, resultando na ruptura da política cambial do Plano

Real, que culminou na apreciação da taxa de câmbio em janeiro de 1999 e na adoção de uma política de câmbio flexível.

Diante deste cenário, passado o período de turbulência econômica causada pela desvalorização cambial, a economia brasileira mostrou ainda, principalmente a partir de 1999 e 2000, sinais de recuperação. Todavia, em 2001, devido a fatores de natureza interna e externa, tais como a crise energética brasileira, o desaquecimento da economia mundial e a crise da Argentina, a economia brasileira voltou a apresentar um crescimento insatisfatório, como será mostrado a seguir.

Ainda assim, as autoridades econômicas continuaram argumentando que superados os choques externos, a economia brasileira reencontraria seu rumo de estabilidade e crescimento econômicos. Tal argumento estava baseado, por um lado, na recuperação do saldo da balança comercial, possibilitado principalmente pela queda das importações em função do desaquecimento do nível de atividade econômica e da desvalorização cambial e na redução do déficit do balanço de pagamentos em transações correntes e, por outro lado, nos crescentes superávits primários fiscais¹¹ (FERRARI FILHO, 2003, p.16).

Porém, em 2002 o agravamento do cenário internacional já sinalizava a necessidade de uma mudança no modelo de desenvolvimento no Brasil.

3.3. Os Resultados da Política Econômica Adotada

3.3.1 Aumento da Vulnerabilidade Externa

A estratégia de estabilização do Plano Real, centrada na âncora cambial conjugada a elevadas taxas de juros desde o início do programa, promoveu um grave desequilíbrio externo na economia brasileira.

A combinação da valorização cambial associada à abertura comercial, pilares do programa de estabilização, resultou em forte deterioração da balança comercial em consequência do estímulo às importações e o fraco desempenho das exportações no período.

¹¹ O conceito de superávit primário é dado pela receita do governo menos a despesa de investimento e a despesa de consumo, excetuados os juros.

Isso, aliado ao déficit na balança de serviços, levou a recorrentes e crescentes desequilíbrios em transações correntes, que foram financiados através da atração de capitais externos atraídos por uma elevada taxa de juros doméstica, o que definiu uma extrema dependência da economia brasileira frente aos movimentos do capital financeiro internacional.

Conforme é demonstrado na tabela 2, em 1994 as importações totalizaram US\$ 33,1 bilhões e em 1996 deram um salto para US\$ 53,3 bilhões, correspondendo a um aumento de 61,03%. Apenas em 1998 elas parariam de crescer, registrando mesmo uma pequena redução de US\$ 59,7 bilhões em 1997 para US\$ 57,7 bilhões naquele ano, redução que pode ser explicada em parte, pelo menor dinamismo da atividade econômica do país. Esse forte aumento do volume das importações não foi compensado pelo crescimento das exportações, causando uma forte deterioração da balança comercial. Em 1994 as exportações somaram US\$ 43,5 bilhões, enquanto que em 1996 totalizaram cerca de US\$ 47,7 bilhões, ou seja, um crescimento de apenas 9,65%. Contudo, em 1998, em função principalmente da crise financeira asiática e do desaquecimento da economia mundial, as exportações brasileiras caíram para US\$ 51,1 bilhões. Desse modo, as exportações contribuíram muito pouco para atenuar os efeitos do rápido crescimento das importações sobre as o resultado das contas externas.

Desta forma, o recrudescimento da balança comercial foi inevitável, o superávit comercial de US\$ 10,4 bilhões em 1994 cedeu lugar a um déficit de US\$ 3,3 bilhões em 1995. Conforme Ferrari Filho (2003, p 8), entre 1990 e 1994 a balança comercial acumulou um superávit de US\$ 60,0 bilhões, enquanto no período de 1995 a 2000 o déficit comercial acumulado foi de US\$ 24,0 bilhões.

Tabela 2: Balança comercial (em bilhões de US\$)

Período	Exportações	Importações	Saldo
1994	43,5	33,1	10,4
1995	46,5	49,9	-3,3
1996	47,7	53,3	-5,6
1997	53,0	59,7	-6,8
1998	51,1	57,7	-6,6
1999	48,0	49,2	-1,2
2000	55,1	55,8	-0,7
2001	58,2	55,6	2,6
2002	60,4	47,2	13,1

Fonte: Banco Central do Brasil.

Como resultado dessa forte deterioração da balança comercial, o saldo em transações correntes do balanço de pagamentos passou a apresentar recorrentes e crescentes déficits. Conforme a tabela 3 abaixo, o déficit em transações correntes, que em 1994 foi de US\$ 1,8, saltou para US\$ 18,4 no ano seguinte, o que representa um crescimento de 922,2%.

Tabela 3: Balanço de pagamentos (em bilhões de US\$)

Período	Transações Correntes	Conta Capital e Financeira	Saldo
1994	-1,8	8,7	7,2
1995	-18,4	29,1	12,9
1996	-23,5	33,9	8,6
1997	-30,4	25,8	-7,9
1998	-33,4	29,7	-8,0
1999	-25,3	17,3	-7,8
2000	-24,2	19,3	-2,2
2001	-23,2	27,0	3,3
2002	-7,6	8,0	0,3

Fonte: Banco Central do Brasil.

No entanto, a partir de 1999 as contas externas apresentaram significativa melhora, devido, principalmente, à forte desvalorização do câmbio e o quadro de desaquecimento interno da economia. O déficit comercial, que em 1998 foi de US\$ 6,6, bilhões, em 1999 passou para US\$ 1,2 bilhões e o déficit em transações correntes, que em 1998 foi de US\$ 33,4 bilhões, caiu para 25,3 bilhões em 1999. A partir de 2001 a balança comercial voltou a apresentar superávit e o déficit em transações corrente declinou significativamente, passando de US\$ 23,2 bilhões em 2001 para US\$ 7,7 bilhões em 2002.

Diante do exposto, uma das principais inconsistências da política econômica adotada no Plano Real refere-se à geração dos recorrentes déficits em transações correntes e na forma de seu financiamento. Neste sentido, de acordo com Alves Júnior e Paula (1999, p. 73), argumenta-se que a manutenção de juros internos elevados a partir do início do Plano Real atraiu capitais externos de curto prazo em quantidade muitas vezes superior às necessidades do balanço de pagamentos.

Desta forma, a forte entrada de recursos produziu dois efeitos para a economia brasileira: primeiro, a combinação liberalização comercial e a apreciação cambial resultou, como já foi visto, em crescentes déficits na balança comercial, devido ao aumento das importações e o fraco desempenho das exportações. Segundo, a entrada desses capitais acarretou na tomada de compromissos em dólares, principalmente de curto prazo, o que exigiu uma necessidade constante de recursos para refinanciá-los. Os efeitos da política econômica adotada no período contribuíram para o aumento da vulnerabilidade externa da economia brasileira, visto que a dependência dos capitais externos, para sustentar os recorrentes déficits em transações correntes, tornou-se mais elevada.

Assim,

(...) a abertura comercial e financeira e a sobrevalorização cambial criaram uma armadilha financeira. Os crescentes déficits em transações correntes foram financiados pela maior entrada de capitais externos, o que levou a um aumento da dívida externa...e, em um segundo momento, à elevação do pagamento de juros e amortizações. Ainda que uma boa parte dos capitais tenha entrado como investimento direto, seja na aquisição de empresas estatais, seja na montagem de novas plantas industriais, elevou-se a remessa de lucros. Em qualquer uma das hipóteses, elevou-se ainda mais o déficit em transações correntes, amplificando a necessidade de financiamento externo. A armadilha financeira traduziu-se assim em um endividamento crescente (CARCANHOLO, 1999, p.17).

3.3.2 Desequilíbrio Fiscal

A necessidade de manter as taxas de juros em níveis elevados para atrair capitais externos provocou uma forte deterioração das contas públicas. A manutenção de altas taxas de juros acarretou em um forte aumento do serviço da dívida pública, cujo financiamento precisou ser dado pela emissão de novos títulos públicos. Diante desse cenário, esses títulos precisavam garantir elevadas taxas de retorno, elevando ainda mais a dívida pública, criando um círculo vicioso fiscal. A queda dos juros, nesta perspectiva, só seria possível com o ajuste fiscal, uma vez que com a abertura da economia e com de déficits elevados no setor público, acabou-se criando uma armadilha: por causa dos déficits os credores externos exigem retornos mais elevados, o que leva a taxas de juros mais altas.

Diante deste cenário, a dívida pública apresentou uma trajetória ascendente a partir do Plano Real, conforme figura 3. Segundo Lopreatto (2002, p.23), esse crescimento esteve associado a vários fatores. A esterilização do efeito monetário provocado pelo aumento das reservas internacionais e o valor dos juros usados na manutenção do câmbio desempenharam papel central nessa evolução.

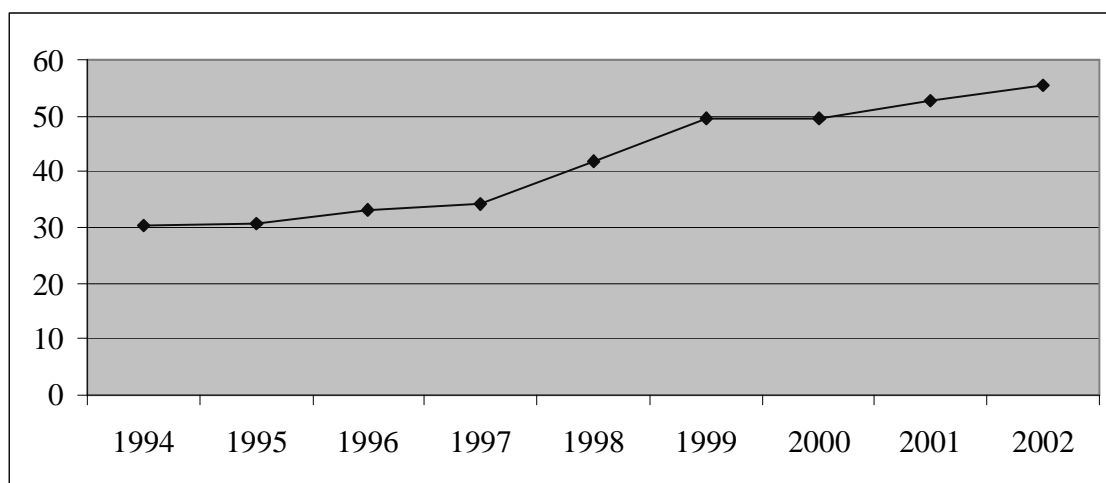


Figura 3: Evolução da dívida pública total líquida (% PIB)

Fonte: Ipea

Os gastos com juros foram determinantes nesse crescimento. No período de 1994 a 2002 houve um aumento significativo dos gastos com juros da dívida pública, que representaram aproximadamente 8% do PIB ao ano no período.

A esterilização de recursos por meio da colocação de títulos públicos no mercado foi, como já mencionado, uma forma de controlar os efeitos da forte entrada de capitais externos no início do Plano Real. No entanto, esse instrumento promove uma série de problemas para a economia quando utilizado por um período prolongado.

Em uma economia aberta, como já foi visto, o equilíbrio da conta capital exige que o piso da taxa de juros doméstica resulte da agregação da taxa de juros internacional, do risco de desvalorização cambial, e de outros fatores como déficit público, dificuldades do setor financeiro local, instabilidade política, etc. Neste sentido, a medida que a âncora cambial mostra-se sustentável, a expectativa de desvalorização do câmbio cai. No entanto, devido a uma opção de política do Governo e à continuidade dos riscos atribuídos ao país, a taxa de juros se manteve elevada. Diante disso, o uso prolongado da esterilização foi uma medida ineficaz porque, ao sustentar a taxa de juros doméstica em nível superior em relação a taxa internacional, manteve-se o incentivo à entrada de capitais de curto prazo, repondo constantemente o problema (HERMANN, 1999, p. 494).

A política de venda de títulos públicos elevou as despesas do governo com juros, ampliando os déficits que passam a exigir novas colocações de títulos, criando-se, assim, um círculo vicioso. Mais do que isso, essa política resultou, no caso do Brasil, na redução do grau de liberdade da política fiscal, porque gastos públicos em consumo e investimento foram sacrificados para financiar despesas de juros.

Nessas condições, a insistência na esterilização e as elevadas taxas de juros deterioraram a situação financeira do setor público, e provocaram o surgimento de crescentes e recorrentes déficits públicos, que atingiram o montante equivalente a 7,2% do PIB em 1995 e 10,0% do PIB em 1999. Conforme Oliveira e Sant'Ana (2003, p.79), o déficit público no período 1995-2001 foi, em média, de 7% do PIB ao ano (Tabela 3).

Tabela 3: Déficit público e gastos com juros nominais (%PIB)

Período	Déficit público	Despesas com juros nominais
1995	7,2	7,5
1996	5,9	5,8
1997	6,1	5,1
1998	8,0	8,1
1999	10,0	13,1
2000	4,5	8,0
2001	5,2	8,9
2002	4,6	8,5

Fonte: Banco Central do Brasil, boletim anual, vários n.ºs.

Déficit público = Necessidade de financiamento do setor público conceito nominal.

Em 1999, ano da mudança no regime cambial, os gastos com juros atingiram R\$ 127,2 bilhões, o equivalente a 13,1% do PIB, relativamente a R\$ 72,6 bilhões, 8,1% do PIB, no ano anterior. Neste mesmo ano, o déficit público, totalizou R\$ 96,2 bilhões, representando 10% do PIB, comparativamente a R\$ 72,5 bilhões, 8,0% do PIB, apurados em 1998.¹²

Os referidos déficits públicos e o seu financiamento através da emissão de títulos fizeram com que o estoque da dívida aumentasse constantemente. Entre 1994 e 1998, o estoque da dívida líquida do setor público aumentou 30% do PIB em dezembro de 1994 para 60% do PIB em setembro de 2002 (rever figura 3).

Os superávits primários, um dos compromissos assumidos no acordo com o FMI em 1998, e a redução dos juros alcançados após a desvalorização cambial em 1999 deram maior estabilidade à relação dívida líquida pública/PIB e afastaram o risco não sustentabilidade da dívida. No entanto, a ameaça não foi totalmente afastada, uma vez que a dinâmica da dívida manteve-se fundamentalmente presa às variáveis juros e câmbio, sujeitas à volatilidade imposta pela liquidez internacional (LOPREATO, 2002, p. 23).

¹² Conforme Banco Central do Brasil, boletim anual 1999.

Tal situação levantou sérias dúvidas acerca da sustentabilidade da dívida pública brasileira. A continuidade dos déficits fiscais, mesmo após o acordo com o FMI, indicava um crescimento elevado do estoque da dívida. Essa perspectiva aumentou, ainda mais, a vulnerabilidade do país e colocaram sérias restrições ao crescimento econômico.

3.3.3 Restrições ao Crescimento Econômico

O Plano Real conseguiu pôr fim ao processo inflacionário da economia brasileira (tabela 1), porém a “armadilha do câmbio” gerou sérias restrições macroeconômicas, quais sejam, elevada fragilidade externa e desequilíbrio fiscal crônico, causado pelo crescimento acelerado da dívida. No período do governo FHC a economia brasileira foi marcada por um período de *stop-and-go*, ou uma *quase estagnação*: o PIB, após crescer 5,85% no início do plano, apresentou, ao longo do referido período, taxas de variação de crescimento muito baixas, como pode ser constatado na tabela 4 abaixo:

Tabela 4: Taxas de variação do PIB real

Ano	PIB (%)
1994	5,85
1995	4,22
1996	2,66
1997	3,27
1998	0,13
1999	0,79
2000	4,36
2001	1,31
2002	1,93

Fonte: Ipea

Esse fraco desempenho da economia brasileira pode ser atribuído à elevada vulnerabilidade externa, causada por recorrentes e crescentes déficits em transações

correntes, conseqüência da política de sobrevalorização do câmbio aliada à abertura comercial e à política de juros elevados, com conseqüente aumento da dívida pública. Estes desequilíbrios causaram uma deterioração dos fundamentos macroeconômicos da economia e como conseqüência definiu-se um quadro de instabilidade no país, que impuseram fortes restrições à retomada do crescimento econômico.

As sucessivas crises cambiais comprometeram sobremaneira a atividade econômica da economia brasileira. No ano de 1998, por exemplo, a variação real do PIB foi de apenas 0,13%, devido ao período de instabilidade causado pelo contágio da crise da Rússia, que afetou negativamente a credibilidade nos mercados emergentes, causando uma fuga de capitais, conforme visto na seção anterior. A restrição ao financiamento externo e a elevação das taxas de juros internas resultaram em desaquecimento do ritmo da atividade econômica.

No início de 1999, apesar das expectativas contrárias, devido à desvalorização cambial, a evolução do nível de atividade da economia brasileira apresentou ligeira melhora. O PIB cresceu 2% no primeiro trimestre de 1999 após apresentar queda de 1,5% no último trimestre de 1998, devido, principalmente, à acentuada elevação da taxa de juros em outubro daquele ano¹³ (rever figura 2). Esse resultado contrariou as expectativas dos agentes econômicos, que segundo o Governo “superestimaram” os efeitos da alta dos juros e da mudança de regime cambial sobre a atividade econômica.

Seguindo esta tendência de recuperação, em 2000 o PIB cresceu quase 4,5%, após dois anos de resultados pouco significativos, 0,13% em 1998 e 0,79% em 1999. Diante destes resultados, as autoridades econômicas, argumentavam que a economia brasileira encontrava-se em um momento de retomada de crescimento econômico. No entanto, a partir de 2001 essa tendência de recuperação foi revertida, devido a choques externos originados tanto interna quanto externamente, quais sejam a crise Argentina, os ataques terroristas de 11 de setembro aos Estados Unidos, e o racionamento do consumo de energia elétrica no Brasil, afetando negativamente o nível de atividade da economia em 2001. Em 2002, as repercussões das eleições e a redução do financiamento externo ao país, criaram um ambiente de incerteza na economia brasileira, afetando, mais uma vez, o crescimento econômico no Brasil.

¹³ Fonte: Banco Central do Brasil, boletim anual de 1999.

Desta forma, a mudança na condução da política econômica, a partir de 1999, não foi capaz de promover uma melhora significativa nos indicadores relacionados à atividade econômica. O Banco Central continuou adotando uma política monetária de juros elevados e a economia brasileira manteve-se vulnerável ao choques externos. Todos esses fatores, enfim, contribuíram para uma permanente situação de instabilidade macroeconômica, influenciando negativamente as expectativas dos empresários e, conseqüentemente, causando um arrefecimento no nível de investimentos, criando serias restrições à retomada do crescimento e desenvolvimento econômicos.

Neste contexto, o Plano Real criou sérios desequilíbrios para a economia brasileira, de natureza interna e externa. No cenário interno, a manutenção da inflação sob controle foi atingida através da adoção de políticas contracionistas de demanda agregada. Além disso, o plano não foi capaz de estabelecer condições para um gerenciamento da dívida pública, fundamental para a retomada da condição do Governo realizar políticas fiscais contracíclicas. No campo externo, a recorrência de elevados déficits em conta corrente financiados por capitais de curto prazo tornou o país extremamente vulnerável a choques externos, criando sérias restrições à retomada do crescimento econômico.

4. A CRÍTICA PÓS-KEYNESIANA À POLÍTICA ECONÔMICA ADOTADA NO PERÍODO DO GOVERNO FHC (1994-2002)

Este capítulo visa analisar a crítica de economistas pós-keynesianos à política econômica adotada no Brasil no período 1994-2002. Por políticas keynesianas, de acordo com Paula (2003 a, p.1), entende-se como àquelas políticas econômicas que tenham como objetivo principal o crescimento do produto e do emprego, podendo este objetivo ser compatível com a estabilidade de preços em situação de produto efetivo próximo ao produto potencial.¹⁴ De acordo com essa visão, uma economia quando deixada ao livre jogo das forças de mercado, dificilmente irá alcançar e/ou permanecer em uma posição de pleno emprego, sendo papel do Estado conduzir a economia a esse fim, através da adoção de políticas anti-cíclicas frente à flutuação da economia.

Ainda,

Mais especificamente a concepção de política econômica aqui adotada é aquela em que as implicações de política econômica emergem da percepção do papel da demanda agregada em estabelecer o nível de atividade econômica – induzida pelas políticas macroeconômicas – e da falta de forças automáticas que conduzam uma economia de mercado ao pleno emprego. Em outras palavras, nas economias monetárias o pleno emprego somente pode ser alcançado por acidente ou por ação deliberada, ou seja, através de política de Estado (PAULA, 2003 a, p.1).

A crítica pós-keynesiana à condução da política econômica no referido período se concentra principalmente em três características fundamentais deste modelo de política, que serão analisadas neste capítulo, quais sejam a excessiva abertura financeira, a utilização da taxa de juros como instrumento antiinflacionário e a falta de políticas fiscais contracíclicas.

¹⁴ Não é objetivo desta monografia um aprofundamento sobre os fundamentos da teoria pós-keynesiana. Para um estudo sobre os fundamentos dessa teoria ver: Cardim de Carvalho. Fundamentos da Escola Pós Keynesiana: A Teoria de uma Economia Monetária, 1989. In. E. Amadeo (org), **Ensaio sobre Economia Política Moderna**, São Paulo: Marco Zero, pp. 179/194.

4.1 A Crítica à Excessiva Abertura Financeira

Conforme analisado no capítulo anterior, a política econômica adotada no Governo FHC resultou, do ponto de vista do setor externo, em dois problemas fundamentais: uma elevada vulnerabilidade externa, o que tornou a economia exposta às mudanças nas condições do mercado financeiro internacional, e uma alta volatilidade cambial, que resultou em efeitos negativos para a formação das expectativas empresariais e para o gerenciamento da política monetária.

A liberalização financeira nas economias em desenvolvimento, iniciada na década de 1990, apesar de ter ampliado a capacidade de endividamento e financiamento das economias nacionais, resultou também em recorrentes crises financeiras. A forte instabilidade cambial apresentada pelo Brasil no referido período evidencia as dificuldades de administração do balanço de pagamentos em um país com alta vulnerabilidade externa diante das mudanças nos humores dos investidores, moeda fraca e conta capital aberta.

A adoção da âncora cambial no início da vigência do Plano Real mostrou-se inconsistente e culminou na desvalorização do câmbio e na adoção do regime de câmbio flutuante, a partir de janeiro de 1999, que foi tida como uma maneira de superar a vulnerabilidade externa da economia, uma vez que o regime de câmbio semi-fixo foi abandonado para tentar reequilibrar as contas do balanço de pagamentos, através da desvalorização cambial, principalmente da conta corrente.

Porém, a continuidade do movimento de fuga de capitais externos e do movimento especulativo no mercado de câmbio, demonstrou que a adoção do câmbio flexível não era condição suficiente para superar a vulnerabilidade da economia brasileira. Isso porque as economias emergentes, como o Brasil, possuem uma série de características que precisam ser consideradas, quais sejam, moedas não conversíveis, alta volatilidade dos fluxos de capitais externos e recorrentes desequilíbrios nas contas externas.

Neste contexto, em um ambiente de alta mobilidade de capital, mesmo um regime de câmbio flexível impõe restrições ao ajuste do balanço de pagamentos, principalmente aos países emergentes, como o Brasil. Isso ocorre porque devido à pequena magnitude do mercado financeiro cambial desses países em relação ao volume de recursos que são girados

no mercado financeiro internacional, uma taxa de juros interna mais elevada em relação à taxa internacional, que não é coberta pela expectativa de desvalorização do câmbio, acarreta em uma forte entrada de capitais, o que gera uma valorização da taxa de câmbio.

Por outro lado, a valorização cambial resultante da entrada de capitais é frequentemente seguida por uma forte desvalorização da taxa de câmbio. Isso ocorre porque, segundo, Ferrari Filho, Ferreira de Mendonça e Sobreira (2003, p. 170), a deterioração da balança comercial e, conseqüentemente, do saldo em transações correntes, resultantes da taxa de câmbio valorizada, causam desequilíbrios nas contas externas. Esses desequilíbrios, por sua vez, acabam por gerar expectativas de desvalorização do câmbio acarretando em um movimento de saída de capitais gerando uma forte desvalorização cambial, confirmando as expectativas anteriores e agravando ainda mais os desequilíbrios externos.

Esses movimentos de entrada e saída de capitais causam efeitos desestabilizadores sobre as economias emergentes. Os movimentos de entrada de capital valorizam a taxa de câmbio interna, podendo causar impactos sobre o nível de preços do país, forçando, muitas vezes, o Banco Central a utilizar políticas de esterilização. No entanto, as operações de esterilização causam uma série de problemas, conforme visto nos capítulos anteriores.

Diante do aumento da entrada de capitais, as autoridades monetárias precisam administrar esses recursos, com o objetivo de, por um lado, conter a inflação, e por outro, manter uma taxa de câmbio competitiva. A desconfiança dos investidores a respeito do rumo a ser seguido pelas autoridades monetárias pode levar a uma rápida e drástica reversão nos fluxos de capitais. No caso de uma forte saída de capitais, por sua vez, pode haver, como contrapartida, uma reação da política cambial através da desvalorização da taxa de câmbio, como forma de reequilibrar a saída de capitais.

Esses ciclos de entradas e saídas de capitais criam um ambiente extremamente instável para as economias emergentes que, após as crises de saída de capitais, são obrigadas a recuperar a credibilidade em suas economias por meio de políticas convencionais de modo a aliviar a crise no balanço de pagamentos, mas que podem provocar contenção da demanda interna.

Assim,

Capital internacional tem tido um papel importante nas crises das economias de mercado emergentes, acelerando o colapso dos regimes cambiais e reduzindo substancialmente os graus de liberdade de ações das autoridades monetárias locais. Quando as crises surgem, as autoridades monetárias têm uma perda completa de credibilidade. A política macroeconômica, ao invés de desempenhar suas funções de sustentação do nível de atividade, tem sido desenvolvida para restaurar a credibilidade das autoridades monetárias. Isso é, contrariamente à experiência dos países industriais, políticas fiscais e monetárias são utilizadas de maneira pró-cíclica como naqueles países (CARTENS 1998, p. 379 apud FERRARI FILHO, FERREIRA DE MENDONÇA E SOBREIRA, 2003, p. 171).

Neste sentido, a forte abertura financeira associada a crescente mobilidade de capitais fazem com que o ajuste do balanço de pagamentos por meio de variações na taxa de câmbio seja mais difícil no caso dos países em desenvolvimento. Uma vez que, segundo Ferrari Filho, Ferreira de Mendonça e Sobreira (2003, p.172), a natureza do capital que tende a ingressar nas economias emergentes é “especulativa, ‘curto-prazista’, voltada basicamente para a obtenção de ganhos de arbitragem”.

Nesse sentido, as referidas características dos países emergentes fazem com que a forte mobilidade de capitais acarrete, no caso de um regime de câmbio flexível, em uma grande volatilidade da taxa nominal de câmbio, a qual inibe os investimentos em capital fixo ao aumentar o risco cambial das operações de importação de bens de capital.

Desta forma, o movimento dos fluxos de capitais no Brasil no período recente mostra a forte volatilidade desses fluxos, com impactos instabilizadores sobre o comportamento e a determinação da taxa de câmbio nominal. Em especial, os capitais de curto prazo são bastante sensíveis a mudanças nas condições de risco e liquidez do mercado financeiro internacional e foram responsáveis por fortes saídas de capitais em momentos críticos de especulação cambial.

Neste sentido, uma das principais críticas de economistas pós-keynesianos em relação à política econômica adotada no governo FHC, diz respeito à abertura financeira *indiscriminada* observada no período. De acordo com Paula (2003 b, p. 12), tal crítica baseia-se na teoria da “(...) formação de expectativas sob incerteza radical”. Tal abordagem parte do suposto de que os mercados financeiros nem sempre são eficientes, (...) “o que reduz a eficiência de preços na obtenção da alocação ótima de recursos”.

Esta visão de incerteza na alocação da riqueza é defendida por Keynes na “Teoria Geral”.¹⁵ Segundo esta abordagem, a confiança dos agentes na trajetória da economia é traduzida pela intensidade da preferência pela liquidez desses agentes, ou seja, a incerteza sobre o futuro econômico de um país conduz à exigência de um retorno mais elevado para se desfazer da liquidez.

Segundo a abordagem pós-keynesiana, os mercados financeiros são *intrinsecamente instáveis*, em função do reduzido conhecimento dos agentes sobre o futuro, o que faz com que a condição de confiança dos investidores seja subjetiva e facilmente influenciável. Segundo esta perspectiva, os determinantes do movimento de formação de preços dos ativos financeiros são as expectativas de curto prazo do comportamento do mercado, e não os fundamentos básicos de longo prazo da economia (PAULA, 2003b, p.13).

Assim,

as expectativas formuladas nos mercados financeiros podem não se apoiar nos fundamentos de mercado, pela falta de uma base objetiva de julgamento, sob condições de incerteza radical. Deste modo, a atividade especulativa emerge não como uma “anomalia”, mas como uma consequência natural da própria forma de operação dos mercados financeiros no mundo real globalizado, em caso de ausência de um emprestador de última instância ou outro tipo de *market maker* que permita amortecer as variações nos preços dos ativos (PAULA, 2003 b, p. 13).

Segundo Paula, Oreiro e Costa da Silva (2003, p.67), a excessiva movimentação de capitais, como a ocorrida no governo FHC, gera impactos negativos sobre a gestão macroeconômica, sendo estes: (i) aumento da fragilidade externa da economia, (ii) perda de autonomia na condução da política monetária e (iii) tendência à apreciação cambial devido aos grandes fluxos de capitais. Esses fatos serão explicados a seguir:

No caso do aumento da fragilidade externa, tal situação está relacionada à vulnerabilidade de um país em relação à ocorrência de crises do balanço de pagamentos ou, conforme é definido por Alves Júnior e Paula (1999, p. 78), “o grau de vulnerabilidade de uma economia às mudanças nas condições de financiamento oriundas de alterações nas taxas de juros externas” e nas condições de liquidez impostas pelo mercado financeiro internacional.

Em um ambiente de grande mobilidade de capitais, é reconhecido que as crises de balanço de pagamentos nem sempre estão relacionadas aos fundamentos macroeconômicos

de um país, tais crises podem ocorrer em função de uma mudança nas expectativas dos investidores internacionais. Essa mudança de expectativas pode ser induzida por *eventos não fundamentais*, resultantes do chamado “instinto de manada” ou, ainda, pelo chamado “efeito contágio”, levados pela preferência pela liquidez, em moeda internacional, dos detentores de riqueza nos mercados globalizados.

O “instinto de manada” é definido por Hermann (1999, p.489), como “fenômeno pelo qual se estabelece um grau raro de convergência de expectativas entre os investidores que, repentina e coletivamente, assumem posições compradoras (vendedoras) e relação a determinado ativo, desencadeando um movimento brusco de alta (queda) de seu preço”. Em outras palavras, se trata de uma situação na qual o comportamento de um determinado grupo de investidores é imitado pelos demais.

Por outro lado, o “efeito contágio” ocorre quando os investidores internacionais, ao invés de alocarem seus investimentos baseados nos fundamentos econômicos de determinado país, se deixam influenciar por “rumores” a respeito da situação do mesmo. A divulgação de algum rumor negativo sobre a situação financeira de um determinado país poderá levar os investidores internacionais a deslocar seus recursos aplicados nos títulos deste país em papéis de países considerados mais seguros. A alta mobilidade internacional do capital permite que este tipo de instabilidade se espalhe rapidamente para outros países, gerando o contágio. A incerteza quanto a generalização das instabilidades das economias emergentes acarreta uma fuga para ativos mais líquidos e seguros, que estão nos mercados das economias desenvolvidas, o que provoca, por sua vez, uma saída repentina de recursos externos naquelas economias.

De acordo com Hermann (1999, p. 492), as políticas de liberalização financeira implementadas no Brasil e nos demais “países emergentes”, a partir da década de 1990, possibilitando o aumento da mobilidade internacional do capital, têm “contribuído intensamente para aumentar o peso deste componente de incerteza e ‘irracionalidade’ nos ataques especulativos”. Desta forma, tais eventos não fundamentais podem desencadear uma crise externa de graves conseqüências sobre as economias dos países nos quais não há restrições ao movimento de entrada e saída de capitais de curto prazo.

¹⁵ Keynes, J.M(1982). *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. Cap. 15 e 17. São Paulo, Atlas.

Outro problema consequente do excesso e da alta volatilidade dos fluxos de capitais é a perda da capacidade de decisão sobre as políticas econômicas nacionais, em particular, sobre a política monetária, como ocorrido no período 1994 a 2002. Nessas condições, há uma redução na capacidade dos bancos centrais de conduzir a política monetária visando atender objetivos domésticos como o alcance de um alto nível de emprego e o controle da inflação.

Em condições de plena liberdade de capitais, a taxa de juros doméstica passa a ter um piso que resulta da agregação da taxa de juros internacional e do “coeficiente de risco” atribuído pelo mercado ao país. Neste contexto, o Banco Central precisa agir de acordo com as avaliações de mercado. Se mantiver a taxa de juros doméstica abaixo desse piso poderá levar a uma fuga de capitais. Neste caso, as autoridades monetárias são forçadas a elevar a taxa de juros para conter a saída de capitais, independente das necessidades internas da economia.

Além disso, a necessidade de garantir um diferencial elevado da taxa de juros doméstica, implica também em uma redução do grau de liberdade da política fiscal. No caso do Brasil, a dívida pública é formada fundamentalmente por títulos públicos indexados à taxa de juros de curto prazo e à taxa de câmbio¹⁶. Assim, quando o governo aumenta as taxas de juros para atrair capitais externos, eleva ainda mais o custo de sua dívida. Assim, as despesas públicas precisam ser sacrificadas em favor do pagamento dos custos de administração de sua dívida.

Além dos problemas supracitados, a alta volatilidade dos fluxos de capitais, sobretudo de curto prazo, causam impactos sobre a taxa de câmbio e, conseqüentemente, sobre o saldo em transações correntes do balanço de pagamentos. No caso de um regime de câmbio flutuante, um aumento da oferta de divisas acarreta uma queda no preço da moeda estrangeira, ou seja, uma valorização da moeda doméstica, estimulando as importações e desestimulando as exportações. Conseqüentemente, o superávit comercial se reduz podendo converter-se em déficits crescentes.

¹⁶ Conforme boletim conjuntural do Ipea, a composição da dívida mobiliária em out. 2002 era 42,9% dos títulos indexados à taxa *over-Selic*, enquanto a participação dos títulos cambiais e operações com derivativos (swaps) representava de 38%.

Por outro lado, uma desvalorização brusca e intensa da taxa de câmbio pode causar pressões inflacionárias, devido aos efeitos da desvalorização cambial sobre o custo das empresas. Além disso, no caso de países que possuam uma quantidade considerável de empresas com obrigações externas denominadas em moeda estrangeira, uma desvalorização cambial mais acentuada pode levar a graves desequilíbrios para as empresas endividadas.

Por fim, cabe ressaltar que, por ser um dos preços fundamentais da economia, a taxa de câmbio exerce influência sobre as decisões de investimentos das empresas. Neste sentido, de acordo com a visão pós-keynesiana, um ambiente de estabilidade cambial é fundamental para estimular os investimentos privados e assim estimular o nível de atividade da economia. Assim, “(...) como a taxa de câmbio é um dos preços básicos que balizam as expectativas empresariais, a volatilidade cambial resultante de um regime de câmbio flutuante, ao aumentar a incerteza nos negócios, pode afetar negativamente as decisões de investimentos das firmas” (PAULA, 2003 b, p.17).

Neste contexto, a experiência recente do Brasil de sucessivas crises cambiais e crescente vulnerabilidade diante dos capitais externos, tornaram evidentes as dificuldades de se adotar uma política macroeconômica baseada na entrada de capitais externos, desconsiderando-se a característica extremamente instável desses capitais e da economia mundial.

4.2 A Crítica à Utilização da Taxa de Juros como Instrumento Antiinflacionário

Conforme visto nos capítulos anteriores, no início do Plano Real, a política de controle da inflação esteve baseada na âncora cambial, sustentada pela entrada de capitais externos atraídos por elevadas taxas de juros. Tal política, como analisado no capítulo anterior, mostrou-se inconsistente e culminou na desvalorização do câmbio e na adoção do regime de metas de inflação em janeiro de 1999. A partir daí, a política antiinflacionária adotada esteve baseada na teoria convencional que adota a manipulação da taxa de juros como principal instrumento de controle da inflação.

De acordo com a teoria pós-keynesiana, a taxa de juros, apesar de sua eficácia, não deve ser utilizada como instrumento de controle da inflação, devido aos impactos negativos que uma elevada taxa de juros causa sobre o nível de atividade da economia e, conseqüentemente, sobre o nível de emprego. Segundo Sicsú e Oliveira de Castro (2003, p.30), a visão keynesiana, em oposição a essa teoria convencional de controle da inflação, é que uma elevação da taxa de juros atacaria os sintomas da inflação e não as suas causas.

No caso da inflação causada pelo lado da oferta, a idéia keynesiana é que a elevação da taxa de juros desestimula a passagem de um aumento de custos aos preços finais pelos empresários – o sintoma, mas não resolveria a causa da inflação, ou seja, a elevação dos custos. Nessa visão, existem várias causas para a inflação e cada uma exige um instrumento antiinflacionário diferente que ataque as causas da inflação e não os sintomas.¹⁷

Segundo economistas keynesianos, a inflação, na maioria dos casos tem sua causa originada do *lado da oferta*, uma vez que defendem a idéia de que qualquer inflação que ocorra em uma situação na qual a economia esteja abaixo do pleno emprego tem sua causa do *lado da oferta*. Desta forma, a taxa de juros não deve ser utilizada para controlar esse tipo de inflação. A taxa de juros somente deve ser utilizada como instrumento de política anti-inflacionária quando há a identificação de que a causa da inflação é um excesso de demanda.

Desta forma, a elevação da taxa de juros causa um resfriamento na economia, na medida em que desestimula os investimentos privados e leva, conseqüentemente a um aumento no nível de desemprego. Com o aumento do *hiato de emprego* (diferença entre a taxa corrente de desemprego e a taxa de pleno emprego), dificulta-se a passagem do aumento dos custos aos preços finais, uma vez que os empresários, diante de uma demanda controlada, não realizam suas vendas tão facilmente aos preços correntes, então, mais difícil seria realizar vendas a preços reajustados. (SICSÚ E OLIVEIRA DE CASTRO, 2003, p. 31)

No entanto, o empresário buscará, de alguma forma e em algum momento futuro, recuperar a margem de lucro reduzida pela elevação dos custos. Em momentos de aquecimento da economia, tal recuperação será realizada através do reajuste de preços. Já em contextos de desaquecimento econômico, as empresas buscarão meios de reduzir seus custos, entre eles, a redução do nível médio de salário nominal, tendo em vista que os

¹⁷ Para um estudo sobre os diferentes tipos de inflação ver Sicsú (2003).

trabalhadores em conjunturas de estagnação perdem poder de resistência, aceitando salários menores.

Assim,

o custo do controle dos preços provocado por essa estratégia estabilizadora conservadora é a manutenção da economia em estado de permanente *stop-and-go* ou *semideprimida*, com uma elevada taxa média de desemprego e com salários e/ou margens de lucro comprimidos”. (SICSÚ E OLIVEIRA DE CASTRO, 2003, p.31, grifos no original).

Os efeitos dessa política estabilizadora conservadora atinge as empresas de uma maneira geral, independente de realizarem reajustes de preços ou não. Muitas empresas, principalmente aquelas de pequeno e médio porte, não resistem aos elevados custos financeiros e à fraca demanda e entram em processo de falência, demitindo muitos trabalhadores, enquanto outras, deixam de investir e não absorvem, assim, os trabalhadores desempregados.

Dessa forma,

A política de elevação de juros se utiliza da tática de provocar um resfriamento geral da economia, impondo às empresas uma política de preços restritiva, ou seja, somente podem passar qualquer elevação de custos aos preços de forma bastante lenta. Caso contrário, perdem mais parcelas de mercado – perdem além daquelas parcelas que a elevação da taxa de juros já dragou. A política antiinflacionária de elevação dos juros derruba a inflação. Entretanto, condena a economia a um estado de semi-resfriamento permanente com altas taxas de desemprego e baixas taxas de investimento. (SICSÚ E OLIVEIRA DE CASTRO, 2003, p.32).

Diante de tais resultados, a análise pós-keynesiana critica o uso da taxa de juros como única ou principal política antiinflacionária, apesar de reconhecer sua eficácia. Do ponto de vista desta análise, é essencial, antes de decidir qual melhor instrumento antiinflacionário, identificar a causa da inflação, ou seja, se é uma inflação de demanda ou de custos. Contudo, do ponto de vista convencional, a identificação da causa não é relevante, isto é, independentemente da causa da inflação, o instrumento utilizado é sempre a elevação da taxa de juros.

De acordo com a análise pós-keynesiana, o Brasil não apresentou, durante o governo FHC, uma inflação de demanda. Esse tipo de inflação ocorre *somente* quando a indústria apresenta um elevado grau de utilização da capacidade instalada, situação que não ocorreu no período, visto que as empresas estavam operando com elevada capacidade

ociosa.¹⁸ Neste sentido, de acordo com essa análise, o Brasil apresenta dois tipos de inflação: a inflação importada e a inflação de preços administrados por contrato ou autorizados pelo poder público.

Uma inflação importada do exterior ocorre de acordo com a influência dos preços externos e da taxa de câmbio sobre os preços domésticos. Tal influência dependerá da variação internacional do nível de preços e da variação nominal do valor da taxa de câmbio. Quanto maior o grau de abertura da economia, maior será a inflação importada potencial.

Desta forma, quanto maior o grau de abertura comercial da economia, maior é o número de produtos importados que compõem a cesta doméstica de cálculo da inflação. Assim, se houver um aumento em dólares dos produtos importados que compõem a cesta doméstica, e a taxa de câmbio permanecer constante, haverá inflação. O mesmo ocorre no caso de uma desvalorização da moeda doméstica em relação ao dólar, mesmo que os preços dos produtos importados se mantenham inalterados. Em ambos os casos haverá aumento de preços na moeda nacional.

Elevadas taxas de juros, como as utilizadas no período em discussão, podem, de fato, auxiliar no combate à inflação importada. Visto que, desta forma, pode-se reduzir a intensidade do movimento de saídas de capitais e, portanto, evitar uma desvalorização mais intensa da moeda doméstica. E, ainda, ao reduzir o nível interno de atividade, e conseqüentemente, os gastos internos, diminui demanda interna por produtos importados reduzindo, assim, a demanda por dólares.

No entanto, o resultado da política de elevadas taxas de juros, como analisado, foi a manutenção da economia em uma situação de resfriamento e exposição a crises cambiais, que se tornaram recorrentes neste período, dado que uma elevada taxa de juros interna atrai capitais de curto prazo e, por sua vez, pode trazer os problemas analisados na seção anterior.

Desta forma, de acordo com a visão keynesiana, a inflação importada originada de mudanças cambiais, deve ser controlada através de instrumentos de controles de capitais, visto que uma saída brusca de capitais, pode levar à desvalorização da taxa de câmbio, causando, desta forma, uma pressão inflacionária. Sendo assim, os controles de capital no Brasil podem atingir um objetivo também antiinflacionário.

¹⁸ Ver dados do grau de utilização da capacidade instalada dos principais setores da indústria, em Sicsú e Oliveira de Castro (2003, p. 34).

No caso da inflação causada por preços administrados por contrato, a política convencional de elevação da taxa de juros para combater a inflação não surte efeito.

Os contratos de administração de preços foram assinados entre o governo e as empresas compradoras no período de privatização das empresas públicas, no início do Plano Real e representavam um atrativo para os potenciais adquirentes estrangeiros. Tais contratos representaram uma proteção para as empresas compradoras, visto que a variação de preços desejada pela empresa é garantida, independente da variação de seus custos.

Desta forma, a atuação da taxa de juros no combate à inflação, qual seja, o desestímulo das empresas para realizar a passagem do aumento de custos aos preços não tem efeito neste caso, visto que essas empresas, em geral, são monopolistas e estão protegidas por contrato. Aqui, a causa da inflação é a existência de contratos de indexação de preços. Assim, a manipulação da taxa de juros não apresenta qualquer relação com o controle de preços autorizados pelo governo.

4.3 A Crítica à Condução da Política Fiscal

De acordo com a visão keynesiana, e mais particularmente pós-keynesiana, a política macroeconômica deve objetivar alcançar a sustentabilidade da dívida pública, para, mais do que sinalizar aos investidores que um país é capaz de pagar sua dívida, principalmente recuperar a capacidade do governo de realizar políticas de gastos fiscais *contra-cíclicos*, isto é, “para tornar viável a construção de um contexto macroeconômico de crescimento em busca do pleno emprego” (OREIRO, SICSÚ E PAULA, 2003, p. 128).

Assim, segundo esta visão, o crescimento econômico em direção ao pleno emprego deve ser a meta a ser perseguida pelas autoridades econômicas e a política fiscal de gastos um dos instrumentos básicos para alcançar esse fim. Dessa forma, a sustentabilidade da dívida pública é apenas uma das condições necessárias para a viabilização do crescimento econômico, uma vez que possibilita a utilização da política fiscal de gastos.

No entanto, segundo (OREIRO, SICSÚ E PAULA, 2003, p. 129), a visão que dominou o governo FHC foi a *visão espontaneísta*. Segundo a *visão espontaneísta*, basta ser

um governo *bem comportado*, isto é, que procure, ao mesmo tempo, cortar despesas e aumentar a arrecadação, visando um orçamento equilibrado, demonstrando, assim, que é capaz de honrar seus compromissos financeiros, para estimular os agentes econômicos a realizarem investimentos e assim, estimular o crescimento da economia. Tal visão considera a sustentabilidade da dívida pública, mais do que uma condição necessária, uma condição suficiente para promover o crescimento econômico.

Neste sentido, de acordo com a visão pós-keynesiana, o governo FHC mostrou-se extremamente *bem comportado*, visto que neste período, não foram realizados gastos consideráveis em infra-estrutura nem em programas sociais, uma vez que a condução da política econômica, analisada nos capítulos anteriores e a conseqüente trajetória da dívida pública impediram a formulação de um programa de gastos consistente com a sustentação de um nível elevado de renda e emprego.

De acordo com a análise pós-keynesiana, o papel do governo é direcionar as expectativas dos empresários no sentido de estimular as decisões de investimento em capital fixo, uma vez que diante de um cenário em que os investimentos produtivos apresentem expectativa de rendimento negativo ou inferior ao rendimento de ativos financeiros, os investidores irão preferir a liquidez destes últimos diante de possibilidades incertas de lucro. Neste sentido, se a ação espontânea dos agentes não induz às decisões de investimento, o governo deve fazer uso de políticas macroeconômicas que devem estimular as expectativas de lucro dos empresários.

Os empresários que naturalmente tendem a proteger suas riquezas, em uma economia sem um governo ativo tendem a transformar uma situação de baixo crescimento em uma situação de estagnação e esta, por sua vez, em uma situação de recessão, causando mais desemprego.

Assim,

Quando os potenciais investidores agem racionalmente fazendo o que é melhor para si, não necessariamente fazem o que é o melhor para a sociedade, ou seja, investir em capital fixo e reduzir o desemprego. Quando, racionalmente tentam proteger suas riquezas na forma líquida, geram desemprego. Quando não investem em capital produtivo, o futuro confirma suas expectativas negativas. Então, repetem a decisão de não investir – agora fortalecidos pela decisão individual acertada que tomaram no passado – assim ampliam o custo social de suas decisões individuais. Portanto, um governo dominado pela visão “espontaneísta” pode

deixar a economia estagnada ou apresentar taxas medíocres de crescimento, como fez o governo FHC (...) (OREIRO, SICSÚ E PAULA, 2003, p.130).

Assim, o papel do governo é o de criar um ambiente seguro para a viabilização dos investimentos privados. Segurança, na perspectiva pós-keynesiana, não diz respeito simplesmente à capacidade do governo de honrar seus compromissos financeiros, mas também, e principalmente, a construção de um ambiente com menos incertezas, criando um ambiente econômico mais seguro que estimule o investimento produtivo.

Em um ambiente de estabilidade econômica, os investidores podem fazer escolhas mais arriscadas, investindo em ativos menos líquidos, mas que rendem lucros e geram empregos. Neste sentido, a política fiscal deve ser vista como um importante instrumento para estimular a demanda agregada, podendo aquecer o nível de atividade da economia, visto que atinge diretamente a renda privada, ao mesmo tempo em que anima as expectativas do setor privado.

Desta forma, segundo economistas pós-keynesianos, o governo não deve realizar investimentos que concorram com o setor privado, mas apenas que compensem a redução dos gastos privados, para sustentar uma trajetória de crescimento econômico. A ação da política fiscal, através da realização dos gastos públicos, deve ser complementar e não substituta do setor privado e deve atuar quando os investimentos privados não forem suficientes para manter uma trajetória de crescimento em direção ao pleno emprego.

5. CONCLUSÃO

De acordo com o que foi apresentado nesse trabalho, o Plano Real mais do que um plano de estabilização foi uma estratégia de desenvolvimento baseada nas idéias liberais, que ganharam força nos “países emergentes” no início da década de 1990. Nesse sentido, foram realizadas uma série de reformas liberalizantes, com o objetivo de adequar a economia brasileira aos novos padrões de desenvolvimento.

No período de implementação da estratégia, a economia brasileira contou com um momento de abundante liquidez internacional que viabilizou a utilização da âncora cambial como principal instrumento de política antiinflacionária. No entanto, conforme visto no capítulo III, apesar de conseguir debelar o processo inflacionário crônico da economia brasileira, a própria política de estabilização baseada na âncora cambial criou sérias restrições que inviabilizaram a implementação da estratégia de desenvolvimento tal como havia sido planejada pelas autoridades econômicas.

A adoção da âncora cambial no início do Plano Real tornou a moeda nacional sobrevalorizada, causando uma forte deterioração da balança comercial e conseqüentemente no saldo em transações correntes, devido ao aumento das importações e ao fraco desempenho das exportações no período. Essa política tornou a economia brasileira extremamente vulnerável e dependente de capitais externos e causou um grave desequilíbrio fiscal, cujas conseqüências foram os sucessivos ataques especulativos e crises monetário-cambiais.

A mudança na condução da política econômica em 1999 não foi capaz de alterar o quadro de vulnerabilidade externa apresentado pelo Brasil. O Banco Central adotou uma política monetária restritiva com elevadas taxas de juros, baseada no regime de metas de inflação, que continuou pressionando a dívida pública e manteve o país vulnerável aos choques externos. Isso porque, conforme visto no capítulo IV, países emergentes, como o Brasil, possuem uma série de características, como moedas não conversíveis, grande volatilidade nos fluxos de capitais externos e recorrência de déficits em transações correntes, como os observados no Brasil ao longo do período estudado. Tais características fazem com

que estes países estejam sujeitos a uma grande volatilidade e imprevisibilidade dos movimentos de capitais.

Todos esses fatores tornaram-se fortes restrições à retomada do crescimento e desenvolvimentos econômicos e contribuíram para o fraco desempenho do PIB ao longo do Governo FHC. A taxa média de crescimento do PIB entre 1994 e 2001 foi de 2,8% a.a, semelhante, portanto, à taxa média de crescimento do PIB ao longo dos anos 1980, considerada a década perdida. Desta forma, o Brasil encontra-se em uma situação de baixo crescimento econômico há praticamente duas décadas. Assim, os resultados apresentados pela política econômica adotada no Governo FHC conforme demonstrados nesse trabalho, torna evidente a necessidade de uma mudança no modelo de política econômica para o Brasil.

Diante deste contexto, este trabalho se propôs a analisar as críticas baseadas na visão pós-keynesiana à condução da política econômica durante os oito anos do Governo FHC. Essas críticas, como foi visto no capítulo IV, se concentram fundamentalmente em três questões: o elevado grau de abertura financeira da economia, a utilização da taxa de juros como instrumento antiinflacionário, e a condução da política fiscal no período.

No entanto, essa análise, mais o que apontar problemas, apresenta proposições de política econômica que visam superar a tendência à estagnação apresentada pela economia brasileira no período estudado. Esta análise apresenta uma alternativa consistente e tecnicamente viável de política econômica de longo prazo, que procura criar condições para que a economia brasileira supere a tendência à estagnação e o caráter instável que lhe tem caracterizado nos últimos anos, de modo a alcançar um crescimento sustentável e mais estável para o País.

A estratégia pós-keynesiana defende que o país deve procurar compatibilizar equilíbrio interno, através de um melhor gerenciamento da dívida pública e manutenção da inflação sob controle; com equilíbrio externo, manutenção de déficits em conta corrente em níveis baixos e financiados predominantemente por capitais de longo prazo. Desta forma, as principais recomendações dos autores estudados neste trabalho são: adoção de controles seletivos de capitais, estabelecimento de uma política cambial e industrial ativa, sustentabilidade da dívida pública, redução na taxa de juros e uma política antiinflacionária não-monetária.

As recomendações e as opções de políticas econômicas apontadas pelos economistas pós-keynesianos estudados não foram discutidas nesta monografia, mas apresenta-se como sugestão de tema para futuros trabalhos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA, Julio S.Gomes, BELLUZZO, Luiz Gonzaga Mello. Plano Real: do sucesso aos impasses. **Depois da Queda: A economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real**. Rio de Janeiro: Editora Civilização Brasileira, 2002, pp.363-403

ALVES JÚNIOR, Antônio José, PAULA, Luiz Fernando. A fragilidade financeira externa e os limites da política cambial no Real. **Revista de economia política**, São Paulo, vol.19, n.1, p. 74-95, jan./mar 1999.

BAUMANN, Renato. O Brasil nos anos 1990: uma economia em transição. In: _____. **Brasil: Uma década em transição**. Rio de Janeiro: Campus, p. 11-53, 1999.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Boletim anual**, vários números. Disponível em: <http://www.bacen.gov.br>. Acesso em 30 maio 2005.

CANUTO, Otaviano, HOLLAND, Márcio. Flutuações cambiais, estratégias monetárias e metas de inflação. **Ensaio FEE**, Porto Alegre RS, v. 23, n. 1, 2002.

CARCANHOLO, Marcelo Dias (1999). Liberalização e fragilidade financeiras: A vulnerabilidade como restrição ao crescimento, disponível em www.redem.buap.mx/acrobat/marcelo.pdf. Acesso em: 30 abr. 2005.

CARDIM DE CARVALHO, Fernando. et all. Regimes cambiais. In: _____. **Economia monetária e financeira: teoria e política**. São Paulo: Campus, 2001. p. 408-427.

CARDIM DE CARVALHO, Fernando, SICSÚ, João. Controvérsias recentes sobre controles de capitais. **Revista de economia política**, São Paulo, vol. 24 nº 2 (94): p. 163-184, abr./jun. 2004.

FERRARI FILHO, Fernando. Uma agenda econômica pós-keynesiana para a economia brasileira: a tríade mobilidade de capital, flexibilidade cambial e metas de inflação à proposição de uma estratégia econômica alternativa. In: Benecke, D; Nascimento, R. (Orgs.). **Opções de política econômica para o Brasil**. Rio De Janeiro, Fundação Konrad Adenauer:113-140. 2003.

FERRARI FILHO, Fernando, FERREIRA DE MENDONÇA, Helder; SOBREIRA, Rogério. Proposta de regime cambial para a economia brasileira. In: SICSÚ, João; OREIRO, José Luís; PAULA, Luiz Fernando (Orgs). **Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços**. Rio de Janeiro: Manole, 2003. p.153-200.

FRANCO, Gustavo. A inserção externa e o desenvolvimento. **Revista de economia política**, São Paulo, vol.18, n.3, p. 121-147, Julho, 1998

GIAMBIAGI, Fábio, MOREIRA, Maurício M. Políticas neoliberais? Mas o que é neoliberalismo. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 7, n. 13, p. 171-190, jun. 2000.

HERMANN, Jennifer. Ancoragem cambial em ambiente de elevada mobilidade internacional de capital: alcance, limites e soluções. **Estudos Econômicos**, 29 (4), Out-Dezembro, pp. 475-511, 1999.

HERMANN, Jennifer, Sistematização do debate sobre desenvolvimento e estabilidade In. A.C. Castro (Org.), **Desenvolvimento em debate - painéis do desenvolvimento brasileiro**, Vol. I. Rio de Janeiro: Ed. Mauad e BNDES, 2002, Cap. 1, pp. 15-30.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: 30 maio. 2005.

LOPES Luiz M. & VASCONCELLOS, Marco A.S. (Org.). Economia aberta. **Manual de macroeconomia: básico e intermediário-equipe de professores da FEA-USP**. São Paulo: Atlas, 2002.

LOPREATO, Francisco Luiz C. (2002) “Um olhar sobre a política fiscal recente”. **Texto para discussão**. IE/UNICAMP n. 111, dez. 2002. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/publicacoes/textos/download/texto111.pdf>. Acesso em: 30 mar. 2005.

MARQUES, Rosa Maria, REGO, José Márcio, (Orgs). Abertura comercial e o governo Collor. In. ____**Economia Brasileira**. São Paulo: Saraiva, 2003 pp. 199-206, 1999 (a).

MARQUES, Rosa Maria, REGO, José Márcio, (Orgs). O novo modelo de inserção da economia brasileira. In. ____**Economia Brasileira**. São Paulo: Saraiva, 2003, pp. 207-223. (b).

MERCADANTE, Aloízio. “Plano real e o liberalismo tardio”. In: MERCADANTE, A. (org). **O Brasil pós-Real: A política econômica em debate**. Campinas, UNICAMP IE, 1998.

OLIVEIRA, Andréa G, SANT`ANA, José A. A economia política do endividamento público brasileiro. In: Benecke, Dieter W. Nascimento, Renata. (Orgs). **Opções de Política econômica para o Brasil**. Rio de Janeiro: Ronrad Adenauer, 2003. p 77-96.

OREIRO, José Luís, SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando. Controle da dívida pública e política fiscal: uma alternativa para um crescimento auto-sustentado da economia brasileira. In: SICSÚ, João; OREIRO, José Luís; PAULA, Luiz Fernando (Orgs). **Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços**. Rio de Janeiro: Manole, 2003. p.118-152.

PAULA, Luiz Fernando. Uma alternativa de política econômica para o Brasil. **Cadernos adenauer**, n. 2, ano IV, p.58-92, 2003 (a).

PAULA, Luiz Fernando. Controle de capitais: lições para o Brasil - In D. Benecke e R. Nascimento (orgs.). **Opções de política econômica para o Brasil**. Rio de Janeiro: Konrad Adenauer, pp. 435-455, 2003. (b)

PAULA, Luiz Fernando, OREIRO, José Luís; COSTA DA SILVA, Guilherme J. Fluxos e Controles de capitais no Brasil: avaliação e proposta de política. In: SICSÚ, João; OREIRO, José Luís; PAULA, Luiz Fernando (Orgs). **Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços**. Rio de Janeiro: Manole, 2003. p.65-115.

SICSÚ, João; OLIVEIRA DE CASTRO, Sidney. taxa de juros e controle da inflação do Brasil. In: SICSÚ, João; OREIRO, José Luís; PAULA, Luiz Fernando (Orgs). **Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços**. Rio de Janeiro: Manole, 2003. p.29-64.

SICSÚ, João. Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionárias. **Revista de economia política**, 22 (1): pp.23-33 2002.

SICSÚ, João. Políticas não-monetárias de controle da inflação: uma proposta pós-keynesiana. **Análise Econômica**, 21(1): 115-136, jan./mar 2003.

ANEXOS

Anexo 1: Reservas internacionais conceito liquidez total, em bilhões de US\$

Período	Reservas
jun/94	42,88
jul/94	43,09
ago/94	42,98
set/94	43,45
out/94	42,84
nov/94	41,94
dez/94	38,80
jan/95	38,27
fev/95	37,99
mar/95	33,74
abr/95	31,88
mai/95	33,73
jun/95	33,51
jul/95	41,82
ago/95	47,66
set/95	48,71
out/95	49,69
nov/95	51,25
dez/95	51,84
jan/96	53,54
fev/96	55,79
mar/96	55,75
abr/96	56,77
mai/96	59,39
jun/96	59,99
jul/96	59,52
ago/96	59,64
set/96	58,77
out/96	58,60
nov/96	60,47
dez/96	60,11
jan/97	58,95
fev/97	59,40
mar/97	58,98
abr/97	56,17

mai/97	59,27
jun/97	57,61
jul/97	60,33
ago/97	63,05
set/97	61,93
out/97	53,69
nov/97	52,03
dez/97	52,17
jan/98	53,10
fev/98	58,78
mar/98	68,59
abr/98	74,65
mai/98	72,82
jun/98	70,89
jul/98	70,21
ago/98	67,33
set/98	45,81
out/98	42,38
nov/98	41,19
dez/98	44,55
jan/99	36,13
fev/99	35,45
mar/99	33,85
abr/99	44,31
mai/99	44,31
jun/99	41,0
jul/99	42,16
ago/99	41,92
set/99	42,56
out/99	40,05
nov/99	42,17
dez/99	36,34
jan/00	37,56
fev/00	38,36
mar/00	39,20
abr/00	28,72
mai/00	28,57
jun/00	28,26
jul/00	29,21
ago/00	31,38
set/00	31,43
out/00	30,39

nov/00	32,53
dez/00	33,01
jan/01	35,60
fev/01	35,41
mar/01	34,40
abr/01	34,65
mai/01	35,46
jun/01	37,32
jul/01	35,55
ago/01	36,30
set/01	40,05
out/01	37,50
nov/01	37,23
dez/01	35,87
jan/02	36,17
fev/02	35,91
mar/02	36,72
abr/02	33,01
mai/02	32,89
jun/02	41,99
jul/02	39,06
ago/02	37,64
set/02	38,38
out/02	35,85
nov/02	35,59
dez/02	37,82

Fonte: Banco Central do Brasil.

Anexo 2: Taxa de juros Selic acumulada no mês anualizada (% a.a)

Período	Taxa de Juros
dez/94	53,25
jan/95	46,25
fev/95	56,54
mar/95	57,98
abr/95	85,47
mai/95	61,05
jun/95	60,84
jul/95	60,53
ago/95	51,11
set/95	51,00
out/95	44,11

nov/95	42,93
dez/95	41,22
jan/96	33,83
fev/96	36,11
mar/96	30,16
abr/96	29,42
mai/96	25,64
jun/96	29,65
jul/96	23,28
ago/96	25,01
set/96	25,40
out/96	23,49
nov/96	25,27
dez/96	23,94
jan/97	21,73
fev/97	26,14
mar/97	24,11
abr/97	21,84
mai/97	21,91
jun/97	21,08
jul/97	19,04
ago/97	20,78
set/97	19,81
out/97	19,93
nov/97	45,90
dez/97	39,79
jan/98	37,19
fev/98	34,32
mar/98	28,32
abr/98	25,16
mai/98	22,60
jun/98	21,02
jul/98	20,33
ago/98	19,23
set/98	34,29
out/98	41,58
nov/98	38,73
dez/98	31,24
jan/99	31,19
fev/99	38,97
mar/99	43,25
abr/99	36,12
mai/99	27,11
jun/99	22,01
jul/99	20,74
ago/99	19,51
set/99	19,38
out/99	18,91
nov/99	18,95

dez/99	18,99
jan/00	18,94
fev/00	18,87
mar/00	18,85
abr/00	18,62
mai/00	18,51
jun/00	18,04
jul/00	16,85
ago/00	16,52
set/00	16,56
out/00	16,60
nov/00	16,51
dez/00	16,19
jan/01	15,49
fev/01	15,20
mar/01	15,39
abr/01	16,02
mai/01	16,43
jun/01	17,28
jul/01	18,57
ago/01	19,00
set/01	19,06
out/01	19,06
nov/01	19,05
dez/01	19,05
jan/02	19,05
fev/02	18,97
mar/02	18,72
abr/02	18,37
mai/02	18,37
jun/02	18,10
jul/02	18,17
ago/02	17,84
set/02	17,89
out/02	19,59
nov/02	21,25
dez/02	23,03

Fonte: Banco Central do Brasil.

Anexo 3: Evolução Dívida Líquida Pública Total (% PIB)

Período	Dívida Líquida Pública Total
1994	30,4
1995	30,8
1996	33,2
1997	34,3
1998	41,7

1999	49,4
2000	49,4
2001	52,6
2002	55,5

Fonte: Ipea