

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS
ÁREA DE PESQUISA: ECONOMIA MONETÁRIA

Jorge Barrozo Ghiorzi

POLÍTICA MONETÁRIA DOS GOVERNOS FHC E LULA

Florianópolis

2005

Jorge Barrozo Ghiorzi

POLÍTICA MONETÁRIA DOS GOVERNOS FHC E LULA

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

Orientador: Prof. Roberto Meurer, Dr.

Florianópolis

2005

Jorge Barrozo Ghiorzi

POLÍTICA MONETÁRIA DOS GOVERNOS FHC E LULA

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota 9,0 ao aluno Jorge Barrozo Ghiorzi na Disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Apresentada à Comissão Examinadora integrada pelos professores:

Prof. Dr. Roberto Meurer – PPGE/UFSC

Orientador

Prof. Dr. Wagner Leal Arienti – PPGE/UFSC

Membro

Prof^a Dra. Patrícia Ferreira Fonseca Arienti – PPGE/UFSC

Membro

Florianópolis, 06 de julho de 2005.

AGRADECIMENTOS

Ao *tripé econômico-financeiro* formado por meu pai (Clóvis) e meus irmãos, Marcos e Sheyla;

Ao *cluster* de carinho, apoio e incentivo, formado por minha família (pai, mãe, irmãos(ãs), sobrinhos(as) e cunhados(as)), fundamental em toda caminhada;

A minha querida amiga Andyara, ombro importante no *processo de estabilização* emocional;

À colega Michelle Mattos, *âncora cambial* nos estudos, trabalhos e monografia;

E aos professores Remy Fontana, Carmen Gelinski, Celso Weydmann, Idaleto Aued, Lauro Mattei, Hoyêdo Lins, Sílvio Cario, Wagner Arienti, Renato Campos, Pedro Vieira, Laércio Pereira, André Santos, Álvaro da Luz e Roberto Meurer (professor e orientador da monografia) pelas *transferências unilaterais* de conhecimento.

RESUMO

GHIORZI, Jorge Barrozo: Política monetária dos governos FHC e Lula. 2005. 78f. Trabalho apresentado como requisito parcial para a aprovação na Disciplina CNM 5420 – Monografia, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2005.

Orientador: **Prof. Roberto Meurer, Dr.**

Este trabalho de conclusão de curso pretende comparar as políticas monetárias adotadas nos dois governos FHC e nos dois primeiros anos do governo Lula. Os dois mandatos do governo FHC foram conduzidos na esteira do Plano Real, defendendo o modelo neo-liberal (de redução do Estado, abertura comercial e desregulamentação financeira), e conquistando a estabilidade dos preços após quase 30 anos de convívio com elevadas taxas de inflação. O governo Lula assumiu após vencer as eleições fazendo forte oposição ao neo-liberalismo e gerando a expectativa de ruptura com o modelo anterior. Entretanto, após dois anos de mandato, o que se viu foi o governo petista defendendo as políticas do seu antecessor com a desculpa de que precisava conquistar a confiança do mercado. É nesse contexto que se desenvolve a pesquisa. Inicialmente procura-se mostrar como foram os anos 80 e início dos anos 90 (até 1993) quando começou a ser elaborado o Plano Real, identificando os principais planos de estabilização e como falharam no combate à inflação. Segue-se com a implantação do Plano Real, identificando seus principais componentes e como conseguiu o controle da inflação. O governo Fernando Henrique vem como consequência do sucesso deste plano de estabilização que inicialmente chegou a ser chamado de Plano FHC. Todo o primeiro mandato foi conduzido sobre as bases do Real, com a utilização da âncora cambial (câmbio fixo) e elevadas taxas de juros. No segundo mandato houve uma mudança na política cambial, passando para o câmbio flutuante. Como consequência dos acordos com o FMI, adotou-se o sistema de metas para inflação e de metas para superávit primário, intensificando o ajuste fiscal iniciado no primeiro mandato. O governo Lula surpreendeu ao adotar e exacerbar esse modelo, elevando as metas para o superávit primário e a taxa de juros. Na análise comparativa procura-se identificar as principais semelhanças e diferenças das políticas monetárias utilizadas nos dois governos FHC e nos dois primeiros anos do governo Lula. A partir das evidências chega-se a conclusão de que, apesar das importantes mudanças do primeiro para o segundo mandato de Fernando Henrique, manteve-se como prioridade o controle da inflação e a consequente manutenção das altas taxas de juros. Sobre o governo Lula, as evidências mostram claramente uma continuidade do segundo mandato de FHC.

Palavras-chave: Política Monetária, Taxa de Juros, Plano Real

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1: Inflação de custo.....	25
Figura 2: Inflação de demanda.....	26
Figura 3: Modelo IS-LM.....	28
Figura 4: Demanda agregada.....	28
Figura 5: Efeito da expansão monetária sob hipóteses de oferta clássicas.....	29
Figura 6: Expansão monetária sob taxas fixas e perfeita mobilidade de capitais.....	30
Figura 7: Efeitos de aumento no estoque monetário.....	31
Figura 8: Efeitos de aumentos inesperados no estoque monetário.....	31
Figura 9: Desalinhamento dos preços sob inflação elevada.....	39
Figura 10: Alinhamento dos preços através da URV e sob inflação elevada.....	40
Figura 11: Comportamento da taxa de juros interna durante o 1º governo FHC, 1995-1998.....	48
Figura 12: Comportamento da taxa de câmbio entre janeiro e fevereiro de 1999....	50
Figura 13: Pesquisas de intenção de votos durante o processo eleitoral de 2002.....	59
Figura 14: Evolução da taxa do Risco-Brasil durante o processo eleitoral de 2002.....	60
Figura 15: Comportamento das reservas internacionais de março a dezembro de 2002.....	61
Figura 16: Comportamento das taxas de juros, inflação e do câmbio de março a dezembro de 2002.....	61
Figura 17: Comportamento das reservas internacionais, câmbio, inflação e juros em 2003.....	66

LISTA DE TABELA

Tabela 1: Efeito do Multiplicador Monetário.....	19
---	----

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	9
1.1 Objetivo Geral.....	12
1.2 Objetivos Específicos.....	12
1.3 Procedimentos metodológicos.....	12
1.4 Fundamentação Teórica.....	12
1.4.1 <i>POLÍTICA MONETÁRIA.....</i>	<i>12</i>
1.4.1.1 <u>Objetivos da Política Monetária.....</u>	13
1.4.1.2 <u>Instrumentos da Política Monetária.....</u>	14
1.4.1.2.1 <i>Operações de Mercado Aberto.....</i>	<i>14</i>
1.4.1.2.2 <i>Operações de Redesconto (ou assistência financeira de liquidez).....</i>	<i>15</i>
1.4.1.2.3 <i>Depósito Compulsório.....</i>	<i>16</i>
1.4.1.2.4 <i>Política de crédito.....</i>	<i>16</i>
1.4.2 <i>BASE MONETÁRIA.....</i>	<i>17</i>
1.4.2.1 <u>Componentes do estoque monetário.....</u>	18
1.4.2.2 <u>Multiplicador Monetário.....</u>	19
1.4.3 <i>DEMANDA POR MOEDA.....</i>	<i>20</i>
1.4.3.1 <u>Teoria da Preferência por Liquidez (Keynes).....</u>	20
1.4.3.2 <u>Modelo Baumol-Tobin.....</u>	20
1.4.3.3 <u>Teoria Quantitativa da Moeda de Friedman.....</u>	21
1.4.4 <i>MECANISMOS DE TRANSMISSÃO.....</i>	<i>22</i>
1.4.4.1 <u>Canais tradicionais de taxas de juros.....</u>	22
1.4.4.2 <u>Outros canais de preços de ativos.....</u>	22
1.4.4.3 <u>Canais da visão de crédito.....</u>	23
1.4.5 <i>INFLAÇÃO.....</i>	<i>25</i>
1.4.5.1 <u>Inflação de custo.....</u>	25
1.4.5.2 <u>Inflação de demanda.....</u>	26
1.4.5.3 <u>Imposto Inflacionário.....</u>	27
1.4.5.4 <u>Inflação Inercial.....</u>	27
1.4.6 <i>MODELO IS-LM.....</i>	<i>28</i>
1.4.7 <i>MODELO MUNDELL-FLEMING.....</i>	<i>29</i>
1.4.8 <i>CURVA DE LUCAS.....</i>	<i>31</i>
2 ANTECEDENTES.....	32
3 GOVERNOS FHC E LULA.....	37
3.1 Governo FHC.....	37
3.1.1 <i>PLANO REAL.....</i>	<i>37</i>
3.1.1.1 <u>1º Mandato (1995-1998).....</u>	42
3.1.1.2 <u>2º Mandato (1999-2002).....</u>	48
3.2 Governo Lula.....	61
4 CONCLUSÃO.....	68
4.1 Análise Comparativa.....	68
4.2 Conclusão.....	72
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	75

1 INTRODUÇÃO

Políticas econômicas trazem consigo a idéia de atuação do Estado no funcionamento da economia para corrigir ou minimizar ineficiências que o livre mercado não resolve. Essas circunstâncias, conhecidas como “falhas de mercado”, justificam a intervenção do governo. Pelos amplos objetivos que busca atingir – desenvolvimento econômico, aumento do nível de emprego e estabilidades dos preços, juros e mercado financeiro – as políticas estão distribuídas em três áreas de atuação: fiscal (arrecadação e gastos públicos), externa (cambial e comercial) e monetária (depósito compulsório, operações de mercado aberto e descontos).

Dentre essas, destaca-se a política monetária, foco central deste trabalho, que por meio de seus três instrumentos básicos - operações de mercado aberto (compra e venda de títulos), operações de desconto (empréstimos de última instância do Banco Central às instituições financeiras) e depósito compulsório (reservas bancárias não remuneradas exigidas pelo Banco Central), tem a capacidade de atingir objetivos de curto prazo, com influências diretas sobre a inflação, a dívida pública e, principalmente, sobre a renda das pessoas (ou famílias).

Neste campo, a história recente da economia brasileira traz uma farta variedade de tentativas para controlar a inflação. Alta e persistente durante toda a década de 1980 e início da década de 1990, resistiu a diversos planos de estabilização e fez com que a moeda nacional perdesse, em alguns períodos, suas características fundamentais – meio de troca (alguns setores não aceitavam pagamentos em moeda nacional), reserva de valor (a moeda nacional perdia valor diariamente) e unidade de conta (produtos e serviços eram cotados em moeda estrangeira).

Para Lopes et al. (1998, p. 380),

O longo período de convivência da sociedade brasileira com uma inflação em trajetória ascendente levou à debilitação da moeda, praticamente a sua decomposição seqüencial. Primeiro debilitou-se a função de reserva de valor, em seguida sua utilidade como unidade de conta e, por fim, até sua capacidade de servir como meio de pagamento.

Mas em junho de 1993, o então senador Fernando Henrique Cardoso, assumiu o ministério da Fazenda do governo Itamar Franco e começou a arquitetar (juntamente com

Pérsio Arida e André Lara Resende) e buscar apoio político para mais um plano de estabilização.

O plano de estabilização, que a princípio foi batizado como Plano FHC, teve início em março de 1994, com a introdução da Unidade Real de Valor (URV), uma unidade de referência com paridade com o dólar que, durante quatro meses, fazia a conversão do Cruzeiro Real para o Real, até ser substituído em 1º julho pela nova moeda, o Real, com paridade de 1/1 com o dólar.

Depois de quase três décadas de convívio com elevados índices, a derrubada da inflação a níveis próximos de zero criou condições favoráveis à candidatura de Fernando Henrique Cardoso para Presidente da República e culminou com sua eleição, ainda no primeiro turno, em outubro de 1994.

O Plano Real não só foi fundamental para a candidatura e vitória de Fernando Henrique na eleição presidencial, como também forneceu as bases para a condução das políticas econômicas do governo FHC - âncora cambial, ajuste fiscal e predominância de altas taxas de juros.

Esse tripé foi mantido por todo o primeiro mandato (1995-1998) e, além de controlar a inflação, sobreviveu a diversas crises (internas e externas) pelas quais passou o Brasil neste período. No âmbito interno, bancos como Banespa, Banerj, Econômico e Nacional sofreram intervenção do Banco Central. No cenário externo, crises como a do México (meados de 1994 a meados de 1995), da Ásia (1997) e da Rússia (1998) resultaram numa enorme fuga de capitais do Brasil e forte elevação dos juros internos para conter a corrida contra o Real.

Reeleito em 1998, o segundo mandato de Fernando Henrique começa com uma mudança radical na política econômica. Sem reservas para sustentar o câmbio fixo, o Real sofre uma maxidesvalorização de 60% em fevereiro de 1999, e o Brasil volta ao câmbio flutuante e ao socorro do Fundo Monetário Internacional.

Do acordo com o FMI surgem as metas para superávit primário e também a mudança para o sistema de metas para inflação. Enquanto o primeiro mandato serviu para espantar de vez o fantasma da inflação, o segundo teve sua ênfase no ajuste fiscal: foram quatro anos de superávit primário acima das metas acordadas e, com exceção de 2002, as metas para inflação também foram cumpridas com folgas.

Apesar do sucesso no alcance das metas estabelecidas, a vulnerabilidade externa não foi afastada e novos ataques especulativos ameaçaram a estabilidade econômica do Brasil

durante a recessão mundial e os atentados do 11 de setembro nos EUA em 2001, crise da Argentina e guerra do Iraque em 2002. A receita utilizada foi praticamente a mesma do primeiro mandato, predominando a elevação da taxa de juros.

Entretanto, foi um problema interno que resultou na mais longa instabilidade do pós-Real. No processo eleitoral de 2002, a iminência da vitória de Lula, principal opositor das políticas adotadas pelo governo de Fernando Henrique, faz com que o risco-Brasil, dólar, juros e inflação disparem. O governo FHC terminou com o país envolto em novo choque financeiro: real depreciado, risco país alto e inflação anual ultrapassando os dois dígitos e a meta estabelecida.

O clima de incertezas desencadeado pela corrida presidencial seguiu até meados de 2003. O claudicante início do governo Lula se deu com a afirmação e exacerbação das políticas adotadas pelo seu antecessor.

Com a desculpa de conquistar a confiança do mercado, o novo ministro da Fazenda – Antônio Palocci, tomou posse em janeiro, assumindo o compromisso de preservar a responsabilidade fiscal, o rígido controle da inflação e o regime de livre flutuação cambial. Suas primeiras medidas foram elevações da taxa de juros e da meta para superávit primário.

A firmeza da equipe econômica em defesa da austeridade fiscal, das metas inflacionárias e flexibilidade cambial, bem como da renovação dos acordos com o FMI, mantida durante os dois primeiros anos do governo petista, não só acalmou o mercado, reduzindo o risco-país, a inflação e o dólar, como também acabou se mostrando a verdadeira política a ser seguida, dissipando a expectativa criada de ruptura com o modelo anterior.

E é especificamente sobre os governos desses dois últimos presidentes, FHC e Lula, que estará centrado este trabalho, com o propósito de fazer uma análise comparativa entre suas políticas monetárias, procurando ressaltar seus principais pontos (positivos e negativos), semelhanças e diferenças.

No primeiro capítulo estão expostos os objetivos, procedimentos metodológicos e a fundamentação teórica da pesquisa. No segundo, os antecedentes, como foram e onde erraram os planos de estabilização dos anos 80 e início dos anos 90. O terceiro capítulo segue com a implantação do Plano Real e os governos FHC e Lula. Por fim, no quarto capítulo estão a análise comparativa e a conclusão.

1.1 Objetivo Geral

Fazer uma análise comparativa entre as políticas monetárias adotadas pelos governos FHC (1995-2002) e LULA (2003-2004).

1.2 Objetivos Específicos

Identificar os principais pontos (positivos e negativos) das políticas monetárias adotadas por cada governo.

Identificar as principais semelhanças e diferenças entre as políticas monetárias adotadas por cada governo.

1.3 Procedimentos metodológicos

Inicialmente será apresentada a fundamentação teórica com base na literatura atual onde serão definidos conceitos, objetivos e instrumentos de controle da política monetária; conceitos de agregados monetários, demanda por moeda, dos modelos IS-LM e Baumol-Tobin.

Posteriormente serão analisadas as políticas monetárias adotadas durante os dois mandatos de Fernando Henrique Cardoso (1995-2002) e durante a primeira metade do mandato de Luis Inácio Lula da Silva.

Por fim, será apresentada a conclusão do estudo com base na teoria utilizada.

1.4 Fundamentação Teórica

1.4.1 POLÍTICA MONETÁRIA

Entre as políticas econômicas – monetária, fiscal e externa, vem ganhando importância, especialmente a partir da segunda metade do século passado, a política monetária, centro do debate macroeconômico atual em que economistas de diversas correntes teóricas (monetaristas, novos clássicos, novos keynesianos e pós-keynesianos) têm se

posicionado sobre a importância da quantidade de moeda em circulação na economia de um país.

Num sentido amplo, política monetária é um conjunto de medidas para o controle da oferta de moeda na economia, ou numa linguagem mais técnica, é “a atuação das autoridades monetárias, por meio de instrumentos de efeito direto ou induzido, com o propósito de controlar a liquidez do sistema econômico”. (LOPES et al., 1998, p.253)

Na definição de Shapiro (1985, p.709): “A política monetária é a que emprega o controle do Banco Central sobre a oferta e o custo da moeda como um instrumental para atingir os objetivos da política econômica”.

Para entender melhor, Meurer e Samohyl (2001, p. 61) comparam a moeda a uma mercadoria:

A política monetária relaciona-se com as variáveis que influenciam a quantidade de dinheiro em circulação na economia. A importância deste aspecto já pode ser vislumbrada se lembrarmos que o preço das mercadorias é influenciado pela quantidade disponível. O preço neste caso é a taxa de juros, uma das principais variáveis a ser considerada no funcionamento da economia. Quem utiliza o crédito paga por esse adiantamento de dinheiro.

Para controlar a oferta de moeda na economia de um país, os Bancos Centrais lançam mão de diversos instrumentos: operações de mercado aberto, operações de redesconto e depósito compulsório - medidas quantitativas, e política de crédito - medida qualitativa.

Sobre esses instrumentos, Shapiro (1985, p.710) completa: “operam direta ou indiretamente sobre as reservas em excesso dos bancos comerciais e, deste modo, influenciam a capacidade dos bancos em estender o crédito”.

Esse conjunto de medidas visa, segundo Sandroni (2003, p.478), “adequar os meios de pagamentos disponíveis às necessidades da economia do país”.

Para Meurer e Samohyl (2001, p.67): “A política monetária tem muita relação com as demais políticas econômicas e a sua influência direta sobre a taxa de juros gera importantes consequências no comportamento de toda a economia”. Isso explica a cobertura que o jornalismo dá às reuniões mensais realizadas pelo Copom (Comitê de Política Monetária) – órgão responsável pela definição das metas da taxa Selic (taxa básica de juros do Brasil).

1.4.1.1 Objetivos da Política Monetária

Mishkin (2000, p. 285-287) destaca seis objetivos básicos da Política Monetária:

- a) alto nível de empregos como forma de combater a miséria e a criminalidade, bem como, a perda de produção causada pela existência de trabalhadores e recursos ociosos;
- b) crescimento econômico estimulado através de incentivos fiscais para que as empresas invistam no processo produtivo e para que a população poupe mais. Este objetivo está intimamente ligado ao anterior na medida em que, aumentando o investimento, as empresas estarão ajudando a reduzir o desemprego;
- c) estabilidade de preços evitando a incerteza e os custos sociais e econômicos causados pela inflação;
- d) estabilidade da taxa de juros também para evitar a incerteza na economia que dificulta o planejamento e investimento futuros e afeta a disponibilidade de recursos dos consumidores;
- e) estabilidade dos mercados financeiros para evitar crises financeiras que interferem na canalização de recursos para oportunidades de investimentos produtivos;
- f) estabilidade do câmbio no sentido de preservar a competitividade dos produtos nacionais no mercado exterior e facilitar o planejamento de compras e vendas em países estrangeiros.

1.4.1.2 Instrumentos da Política Monetária

1.4.1.2.1 Operações de Mercado Aberto

Para Mishkin (2000, p. 275):

As operações de mercado aberto são o mais importante instrumento de política monetária porque são os principais determinantes das mudanças nas taxas de juros e, na base monetária, a maior fonte de flutuações na oferta de moeda. As compras em mercado aberto expandem a base monetária, elevando, portanto, a oferta de moeda e diminuindo as taxas de juros de curto prazo, e as vendas de mercado aberto reduzem a base monetária, diminuindo a oferta de moeda e elevando as taxas de juros de curto prazo.

Segundo Lopes e Rossetti (1998, p.264), as operações de mercado aberto, também chamadas de open market, são instrumentos de reflexos mais rápidos que as operações de desconto e depósito. A flexibilidade dessas operações permite “regular, no dia-a-dia, a oferta monetária e a taxa de juros”.

Esse tipo de operação é feito pelo Banco Central (Bacen), mediante a compra e venda de títulos da dívida pública de emissão do Bacen ou do Tesouro Nacional. Quando a autoridade monetária deseja aumentar a quantidade de moeda em circulação, o Bacen compra esses títulos no mercado, injetando reais na economia e diminuindo a dívida pública interna. Quando a intenção é diminuir a oferta monetária, é feito o processo inverso, o Bacen vende títulos (diminui o dinheiro em circulação e aumenta a dívida).

As operações de mercado aberto são realizadas no mercado primário (entre Banco Central e instituições financeiras) e no mercado secundário (entre instituições financeiras credenciadas pelo Bacen e investidores).

Por ter efeito imediato, consiste no principal instrumento de controle da moeda em circulação devido à elevada liquidez (facilidade de conversão em dinheiro) que esses títulos têm no mercado secundário, além de sua taxa de juros servir de parâmetro às demais operações do mercado financeiro. A taxa de juros é elevada para atrair o interesse pelos títulos quando o Bacen deseja vendê-los. (MEURER et al., 2001, p.64)

1.4.1.2.2 *Operações de Redesconto (ou assistência financeira de liquidez)*

Através deste instrumento o Banco Central socorre bancos que estejam com problemas de liquidez, visando manter a tranquilidade do sistema financeiro e evitar pânico (corridas generalizadas aos bancos para efetuar saques). Apesar de procurar manter a estabilidade do sistema, o Bacen restringe bastante a utilização deste recurso, limitando o número de vezes em que um banco pode usar deste expediente, estabelecendo taxas elevadas, limites e prazos reduzidos como forma de induzir os bancos a administrar melhor suas contas.

Lopes e Rossetti (1998, p.260) definem as operações de redesconto como:

Um instrumento de política monetária que consiste na concessão de *assistência financeira de liquidez* aos bancos comerciais. Na execução dessas operações, o Banco Central funciona como o *banco dos bancos*, descontando títulos dos bancos comerciais a uma taxa prefixada, com finalidade de atender às suas necessidades momentâneas de caixa, a curtíssimo prazo. Tendo em vista que os bancos comerciais podem recorrer a outras formas de solucionar tais dificuldades (de que são exemplos as mais diferentes formas de *socorro interbancário*), o recurso ao redesconto oficial é tido como último e extremado expediente, notadamente quando as taxas de juros cobradas pelo Banco Central têm nítido caráter punitivo, sendo superior às taxas cobradas pelos bancos comerciais de seus clientes. Assim,

quanto à concessão de assistência financeira via operações de redesconto, o Banco Central é usualmente definido como *prestamista de última instância*.

Segundo Meurer e Samohyl (2001, p.66), através deste recurso o Banco Central “consegue induzir maior ou menor liquidez, em função das restrições de acesso a essas linhas de financiamento. Quanto maiores forem os obstáculos para obter os recursos do banco central em caso de dificuldade, ou maiores forem as taxas de juros, mais cuidado os bancos terão na hora de emprestar dinheiro”.

1.4.1.2.3 *Depósito Compulsório*

Obrigando os bancos a recolherem junto ao Banco Central uma parcela de seus depósitos, o Bacen não só garante uma parte dos recursos dos clientes como também diminui o efeito multiplicador, causado pelo fato de os bancos poderem utilizar os recursos que estão depositados nas contas dos clientes para emprestar para outros clientes, tendo em vista que aqueles não vão precisar sacá-los integral e simultaneamente.

Mishkin (2000, p. 281-282) enfatiza o poder que o depósito compulsório tem de modificar a oferta de moeda devido ao efeito multiplicador que faz com que os bancos criem dinheiro, mas ressalta: “é provavelmente mais uma maldição do que uma bênção, porque pequenas mudanças na oferta são difíceis de planejar variando as exigências de reservas”, além de poder causar problemas de liquidez em bancos com reservas excedentes baixas (no caso de uma elevação no compulsório).

Meurer e Samohyl (2001, p. 62) resumem o depósito compulsório como uma forma das autoridades monetárias reduzirem o poder que os bancos têm de criar moeda, exigindo “que uma parte de seus depósitos seja mantida no Banco Central”.

1.4.1.2.4 *Política de crédito*

Instrumento usado para adoção de medidas qualitativas, tais como prazos e taxas de operações, exigências de aplicações em determinados setores da economia e etc, a política de crédito consiste basicamente em disciplinar a alocação dos recursos excedentes em setores da economia que tenham prioridade nos objetivos macroeconômicos da autoridade monetária, conforme Meurer e Samohyl (2001, p. 66-67):

Com medidas deste tipo o governo consegue tornar mais fácil ou mais difícil o acesso ao crédito (e também o seu custo), influenciando, mais uma vez, o estímulo para que pessoas ou empresas tomem ou emprestem recursos ou invistam em outras atividades. Atualmente isso ocorre com a obrigatoriedade de aplicação de parte dos depósitos à vista no sistema bancário em empréstimos ao setor agrícola e de parcela dos recursos das cadernetas de poupança para financiamentos imobiliários ou agricultura (dependendo da instituição).

Na abordagem de Lopes e Rossetti (1998, p. 268):

Este instrumento de política monetária é, muitas vezes, rejeitado pelas correntes monetaristas ortodoxas, à medida que impõe restrições ao livre funcionamento das forças de mercado, decorrentes da introdução de controles diretos sobre o volume e o preço do crédito. Essa rejeição é justificada pelo fato de os controles diretos provocarem distorções na alocação eficiente dos recursos disponíveis, as quais, segundo a doutrina liberal, devem resultar dos livres ajustamentos que se processam nos mercados real e monetário. Segundo essa corrente de opinião, o controle da oferta de moeda e dos juros pelas autoridades monetárias deve processar-se preferencialmente por vias *indiretas*, de que são exemplos as taxas de reservas, o redesconto e o *open market*.

1.4.2 BASE MONETÁRIA

A base monetária é composta pela soma do dinheiro em poder do público aos depósitos à vista nos bancos.

Mishkin (2000, p. 252) define a base monetária como a soma da moeda em circulação mais as reservas bancárias. E completa que o Banco Central exerce controle sobre ela “através da compra e venda de títulos do governo no mercado aberto [...] e através, da extensão de seus empréstimos de desconto aos bancos”.

Para Sandroni (2003, p. 47), é o “conjunto de moeda em circulação no país mais os depósitos à vista junto às autoridades monetárias. No Brasil, esta última parcela é constituída pelo recolhimento compulsório dos bancos junto ao Banco do Brasil e também pelos depósitos à vista do público junto à mesma instituição”.

Meurer e Samohyl (2001, p. 77) chamam atenção para a importância do acompanhamento da base monetária: “Como o banco central não consegue controlar diretamente o M1, que depende das decisões de indivíduos e empresas, controla a moeda através da base monetária, porque consegue decidir a emissão de moeda e controlar a criação de moeda pelos bancos”.

Por outro lado, convém lembrar que esse controle dependerá da reação dos bancos, porque

quando o governo diminui o recolhimento sobre os depósitos à vista, os bancos passam a dispor de mais recursos em caixa. Estes mesmos poderão ser destinados para empréstimos ao público ou para compra de títulos públicos. Por sua vez, o comportamento da base monetária está relacionado com o destino destes recursos. Se os bancos optarem pela compra de títulos, haverá uma redução da base monetária e, se por outro lado, os bancos resolverem pelo empréstimo ao público acontecerá um aumento da base monetária. (SOUSA, 2000, p.15)

1.4.2.1 Componentes do estoque monetário

Também chamados agregados monetários, os componentes M1, M2, M3 e M4 definem as diferentes medidas do estoque monetário.

Conforme Meurer e Samohyl (2001, p. 73-75), são definidos como o total de ativos na economia do país, “por isso, chamados agregados monetários” e seus valores são calculados e acompanhados para “verificar o comportamento dos agentes econômicos nas suas aplicações financeiras”.

O M1 é composto pelo dinheiro vivo em poder do público e o saldo dos depósitos à vista nos bancos: “Este dinheiro não rende juros, mas é o único que tem liquidez imediata total [...]” sendo esta a principal diferença entre este componente e os demais, o “M1 não tem rentabilidade, enquanto os outros incluem diferentes aplicações financeiras, diferenciadas pelo seu emissor”. (MEURER et al., 2001, p. 75)

O M2 agrega o M1 mais os títulos públicos (federais, estaduais e municipais) em poder do público e os fundos de investimento. A liquidez do M2 é menor que a do M1.

O M3 inclui o M2 e os depósitos em poupança. Sua liquidez é menor que a do M2.

O M4 soma ao M3, os CDBs (Certificados de Depósitos Bancários), os RDBs (Recibos de Depósitos Bancários) e Letras de Câmbio. Este componente é o menos líquido entre os meios de pagamento.

Meurer e Samohyl (2001, p. 75) chamam atenção para a criação do M5 no início de 1990, quando o Plano Collor bloqueou grande parte dos ativos e transferiu para o M5, com duração temporária.

Sobre o M5, Sandroni (2003, p. 359) esclarece:

Entre março de 1990, com o lançamento do Plano Collor, e julho de 1992, as retenções efetuadas nas aplicações financeiras e nas cadernetas de poupança criaram os chamados Valores à Ordem do Banco Central (Vobc). Para contemplar este novo e transitório estoque de moeda, foi instituído o M-5, composto de M-4 mais os Vobc.

1.4.2.2 Multiplicador Monetário

O multiplicador monetário é definido por Dornbusch e Fischer (1991, p. 452) como “proporção do estoque monetário em relação ao estoque da base monetária”.

Para entender o funcionamento do multiplicador monetário, Meurer e Samohyl (2001, p. 61-62) exemplificam:

Suponhamos uma economia em que sejam colocados em circulação \$ 100. Os recebedores destes recursos podem considerar vantajoso depositá-los em um banco e usar talão de cheques ou cartões para sacar os recursos quando necessário. Na tabela abaixo isso corresponderia à existência de \$ 100 em depósitos em conta corrente, não tendo sido alterada a quantidade de moeda em circulação. O banco pode considerar seguro emprestar \$ 90 dos recursos depositados e guardar \$ 10 como reserva para eventuais saques. Com isso a quantidade de recursos monetários em circulação já passou para \$ 190. Estes \$ 90 emprestados podem retornar ao banco como depósito. Guardando 10% do novo depósito como reserva para saques o banco poderá emprestar mais \$ 81, levando o dinheiro em circulação na economia para \$ 271. Este processo continua infinitamente. O resultado é mostrado na tabela:

Tabela 1: Efeito do Multiplicador Monetário

DEPÓSITO	RESERVA	EMPRÉSTIMO	DINHEIRO EM CIRCULAÇÃO
100	10	90	190
90	9	81	271
81	8,1	72,9	343,9
72,9	7,29	65,61	409,51
65,6	6,56	59,05	468,56
...
0	0	0	1000

Fonte: Meurer e Samohyl (2001, p. 62)

A fórmula do multiplicador é:

$$m = \frac{1}{r}, \text{ onde } r \text{ é taxa de reservas do banco}$$

Caso haja compulsório, a fórmula passa a ser:

$$m = \frac{1}{r + c}, \text{ onde } c \text{ é taxa de compulsório}$$

Pelas fórmulas é possível perceber que quanto maior o compulsório, menor o efeito do multiplicador monetário, ou seja, menor o poder dos bancos de criar moeda.

1.4.3 DEMANDA POR MOEDA

1.4.3.1 Teoria da Preferência por Liquidez (Keynes)

Segundo Lopes e Rossetti (1998, p. 67-69), na versão keynesiana a moeda deixa de ser vista apenas como instrumento de troca – um componente neutro, e assume funções de reserva de valor, com as quais a demanda por moeda passa a ser influenciada por outros motivos, tais como:

- a) motivo-transação: necessidade de conservar dinheiro para garantir os desembolsos entre os recebimentos. “A evidente falta de sincronismo entre pagamentos e recebimentos é que, em síntese, leva à retenção de saldos monetários para os citados fins transacionais”;
- b) motivo-precaução: “decorre da necessidade de fazer frente a despesas extraordinárias e incertas. A impossibilidade de determinar quando ocorrerão certos tipos inevitáveis de gastos leva os agentes econômicos [...] a reter saldos monetários líquidos para corresponder aos imprevistos”; e
- c) motivo-especulação: “enquanto os dois motivos anteriores são comuns aos clássicos e a Keynes, [...] o motivo-especulação é especificamente keynesiano”. Para Keynes, os agentes econômicos também guardam dinheiro para “[...] satisfazer a oportunidades especulativas [...]” quando “[...] tenham razões para acreditar em mudanças a seu favor”.

1.4.3.2 Modelo Baumol-Tobin

Os economistas William Baumol e James Tobin ampliaram independentemente a abordagem de Keynes e chegaram a conclusões semelhantes sobre a demanda por moeda:

“conforme aumentam as taxas de juros, diminui a quantidade de dinheiro mantida para fins transacionais, o que por sua vez significa que a velocidade aumenta conforme aumentam as taxas de juros”. (MISHKIN, 2000, p. 326)

Em resumo, eles concluíram que mesmo por motivo transação a demanda por moeda é sensível às taxas de juros:

A idéia básica da análise Baumol-Tobin é de que existe um custo de oportunidade em possuir moeda – os juros que podem ganhar com outros ativos. Há também uma vantagem em possuir moeda – evitar os custos de transação. Quando as taxas de juros sobem, as pessoas tentam economizar seu dinheiro para fins transacionais porque o custo de oportunidade de possuir moeda aumentou. [...] Em outras palavras, o *componente transacional da demanda por moeda é inversamente proporcional ao nível das taxas de juros*. (MISHKIN, 2000, p. 326)

Esse modelo leva em conta a possibilidade de ganhos com juros sobre parcela do salário das pessoas que não será gasta imediatamente após o recebimento, desde que esses ganhos sejam maiores que os custos de transação.

1.4.3.3 Teoria Quantitativa da Moeda de Friedman

Nesta teoria, Friedman afirma que a demanda por moeda é influenciada pelos mesmos motivos de qualquer outro ativo – teoria da escolha de portfólio, porque os indivíduos podem manter sua riqueza de várias formas (inclusive em produtos), escolhendo o ativo de acordo com o retorno esperado sobre ele em relação ao retorno esperado pela moeda.

Mishkin (2000, p. 329) argumenta que Friedman apesar de usar uma abordagem parecida com a de Keynes, não detalha os motivos para reter moeda, fazendo uso da escolha de portfólio para mostrar “que a demanda por moeda será uma função da renda permanente e dos retornos esperados sobre ativos alternativos em relação ao retorno esperado sobre a moeda”.

Friedman achava que alterações nas taxas de juros tinham pequeno efeito sobre os retornos dos outros ativos comparativamente à moeda, e, ao contrário de Keynes, dizia que a demanda por moeda era inelástica aos juros.

1.4.4 MECANISMOS DE TRANSMISSÃO

Para escolher o momento e os efeitos da política monetária sobre a economia é preciso conhecer os mecanismos através dos quais ela afeta essa economia, ou seja, os mecanismos de transmissão da política monetária.

1.4.4.1 Canais tradicionais de taxas de juros

Numa política monetária expansionista o aumento da oferta de moeda provoca queda nas taxas de juros reais e estas reduzem o custo do capital, estimulando os gastos em investimentos, que vão levar ao aumento na demanda agregada e do produto.

Esquemáticamente:

$$M \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Esse mecanismo, para Mishkin (2000, p. 387), funciona através das decisões dos empresários quanto aos seus gastos em investimentos e também através dos gastos dos consumidores em imóveis e itens duráveis (automóveis, geladeiras, etc) considerados como investimentos.

1.4.4.2 Outros canais de preços de ativos

Mishkin (2000, p. 387-389) enfatiza que a análise keynesiana se concentra em apenas um preço de ativo, a taxa de juros. Os monetaristas apresentam outros canais:

a) taxa de Câmbio sobre exportações líquidas: com a queda das taxas de juros, os depósitos em reais ficam menos atraentes que em dólar, diminuindo o valor do depósito em reais em relação aos depósitos em outras moedas, desvalorizando a moeda nacional. O valor mais baixo da moeda doméstica barateia o produto nacional em relação aos estrangeiros, elevando as exportações líquidas e em consequência o produto agregado.

Esquemáticamente temos:

$$M \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

- b) ações: ou Teoria q de Tobin, onde q é o valor de mercado das firmas dividido pelo custo de substituição de capital.

Se q é alto, o preço de mercado das firmas é alto em relação ao custo de substituição do capital, e o capital para novas instalações e equipamento é barato em relação ao valor de mercado das firmas. As companhias podem então emitir ações e obter um preço alto por elas em relação ao custo das instalações e equipamento que estão comprando. Os gastos com investimento aumentarão porque as firmas podem comprar grande quantidade de novos bens de investimento apenas com uma emissão pequena de ações. (MISHKIN, 2000, p. 389)

A ligação que existe entre o q de Tobin e os gastos com investimento é que quando a oferta de moeda aumenta, o público fica com uma quantidade excedente e pode elevar seus gastos em ações. O aumento da demanda por ações eleva seus preços, levando a um q mais alto e conseqüentemente a um investimento maior.

Esquemáticamente fica assim:

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow q \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

- c) riqueza: a riqueza financeira é um dos importantes recursos que tem nas ações ordinárias seu principal componente. Quando as ações sobem, a riqueza financeira aumenta, elevando os recursos vitalícios dos consumidores e, portanto, seu consumo. Como uma elevação na oferta monetária pode elevar os preços das ações, este mecanismo pode ser representado por:

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow \text{riqueza} \uparrow \Rightarrow \text{consumo} \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

1.4.4.3 Canais da visão de crédito

Uma nova explicação – chamada visão de crédito, com base na assimetria de informações dos mercados financeiros, propõe outros mecanismos de transmissão monetária decorrentes desses problemas de informação nos setores de crédito. Mishkin (2000, p. 389-391) aponta:

- a) via empréstimos bancários: com uma política monetária expansionista, reservas bancárias e depósitos também aumentam, elevando a quantidade de empréstimos disponíveis. Muitos agentes dependem de empréstimos bancários para

financiamento de suas atividades. Essa maior oferta de empréstimos fará com que os investimentos se elevem. O efeito da política monetária é mostrado no esquema:

$$M \uparrow \Rightarrow \text{depósitos bancários} \uparrow \Rightarrow \text{empréstimos bancários} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Esse efeito será maior sobre os gastos das firmas menores (mais dependentes de empréstimos bancários).

- b) via balanço patrimonial: quanto menor o valor líquido das empresas, menores as garantias, aumentando os problemas de seleção adversa (mais empresas com menores garantias procurando empréstimos) e risco moral (empresários estando com menores parcelas das ações de suas firmas se arriscam mais). Desta forma, um aumento na oferta de moeda, eleva o preço das ações (aumentando o valor líquido das firmas) diminuindo os problemas de seleção adversa e risco moral, os empréstimos se elevam, aumentando também os investimentos e a demanda agregada, conforme o esquema abaixo:

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow \text{seleção adversa e risco moral} \downarrow \Rightarrow \text{empréstimos} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

- c) via fluxo de caixa: uma política monetária expansionista diminui as taxas de juros nominais, melhora os balanços patrimoniais e o fluxo de caixa das empresas, facilita a análise dos emprestadores sobre a capacidade de pagamento dessas firmas (diminuindo os problemas de seleção adversa e risco moral), aumenta o volume de empréstimos, que eleva os investimentos e a demanda agregada:

$$M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow \text{fluxo de caixa} \uparrow \Rightarrow \text{seleção adversa e risco moral} \downarrow \Rightarrow \text{empréstimos} \uparrow \Rightarrow \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Neste caso são as taxas de juros nominais e não as reais que afetam o fluxo de caixa.

- d) via nível de preços não-antecipado: como os pagamentos são contratados em termos nominais, o aumento não-antecipado dos preços reduz o passivo das empresas em termos reais. O aumento da oferta monetária provoca um aumento não-antecipado do nível de preços, elevando o valor líquido real que diminui a seleção adversa e o risco moral, aumentando os empréstimos, o investimento e o produto agregado:

$$M \uparrow \Rightarrow P \text{ não-antecipado} \uparrow \Rightarrow \text{seleção adversa e risco moral} \downarrow \Rightarrow \text{empréstimos} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

e) via liquidez das famílias: a visão de crédito deve se aplicar também aos gastos dos consumidores. Quando o consumidor possui muitos ativos comparados as suas dívidas, imagina que a probabilidade de aperto financeiro seja baixa, aumentando sua disposição em gastar (adquirir bens). Então, quando os preços das ações se elevam, melhora a posição financeira dos consumidores, levando a outro mecanismo de transmissão da política monetária:

$$\begin{aligned} M \uparrow &\Rightarrow P_e \uparrow \text{ e ativos financeiros } \uparrow \Rightarrow \text{probabilidade de aperto financeiro } \downarrow \\ &\Rightarrow \text{gastos com bens duráveis e imóveis } \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \end{aligned}$$

1.4.5 INFLAÇÃO

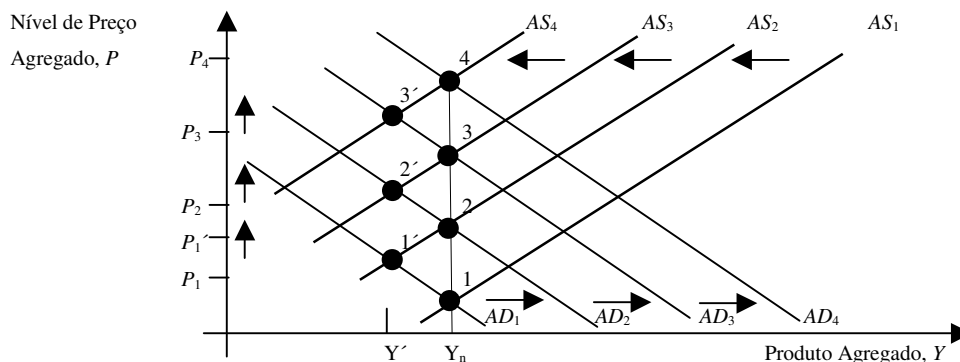
Paulo Sandroni (2003, p. 301) define inflação como “aumento persistente dos preços em geral, de que resulta uma perda contínua do poder aquisitivo da moeda”.

A respeito da inflação, segundo Mishkin (2000, p. 396), Milton Friedman afirmou se tratar de um fenômeno monetário, “sempre e em qualquer lugar”.

Segundo Lopes e Rossetti (1998, p. 313), a inflação possui diversas teorias que não são “mutuamente elimináveis”, que a aceitação de uma não elimina a outra. “Os principais ramos das teorias da inflação geralmente se superpõem e se inter-relacionam”.

1.4.5.1 Inflação de custo

Para Mishkin (2000, p. 402), a inflação de custo “é um fenômeno monetário porque não pode ocorrer sem que as autoridades monetárias busquem uma política de acomodação de uma taxa mais elevada de crescimento da moeda”.



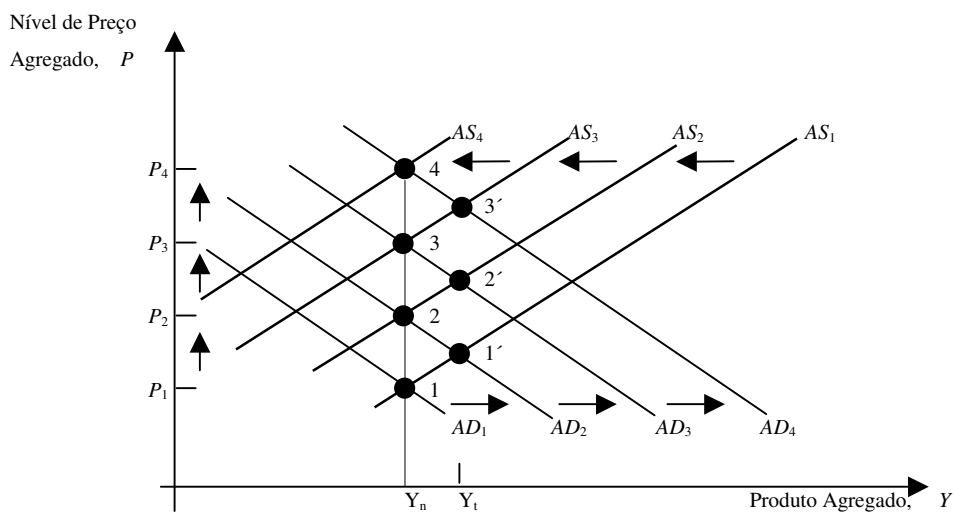
Fonte: Mishkin (2000, p. 402)

Figura 1: Inflação de custo

Considerando uma situação inicial de equilíbrio, caso haja expectativa de aumento de preços e os trabalhadores reivindiquem melhores salários, um governo adotando uma política de acomodação e concedendo aumentos, esses trabalhadores vão reivindicar salários ainda mais altos e despertar o interesse em outros trabalhadores para não ficarem para trás. O aumento de preços desloca a oferta agregada (AS) para a esquerda (diminuindo o produto abaixo da taxa natural). Em resposta, uma política ativista deslocará a curva da demanda agregada (AD) para a direita até que retorne o equilíbrio. Persistindo esse processo, a consequência será um aumento contínuo dos preços, como mostra a figura 1.

1.4.5.2 Inflação de demanda

A inflação de demanda, na explicação de Mishkin (2000, p. 402-403), ocorre quando a autoridade monetária propõe uma meta de desemprego abaixo da sua taxa natural. Supondo uma situação inicial de equilíbrio, para diminuir o desemprego, a política monetária aumentará a demanda agregada (deslocando a curva AD para a direita). Como esta taxa fica abaixo da taxa natural, os salários vão aumentar (deslocando a curva AS para a esquerda). A figura 2 mostra que, persistindo esse comportamento, o resultado será o aumento contínuo dos preços:



Fonte: Mishkin (2000, p. 403)

Figura 2: Inflação de demanda

1.4.5.3 Imposto Inflacionário

Também conhecido como *senhoriagem*, o imposto inflacionário consiste na utilização da emissão de moeda para financiar os gastos governamentais. O governo ao aumentar a oferta de moeda, acelera a inflação que, por sua vez, reduz o poder de compra da população.

Dizem Dornbusch et al (1991, p. 763-764) que “esta fonte de receita é às vezes conhecida como *seigniorage*, que é a habilidade do governo para aumentar a receita através do seu direito de criar moeda. [...] Quando o governo financia seu déficit pela emissão de moeda [...] dizemos que o governo está se financiando através do imposto inflacionário”.

1.4.5.4 Inflação Inercial

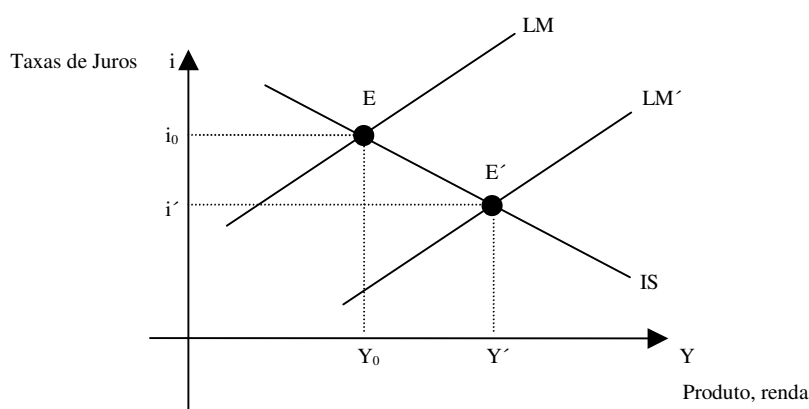
A aceleração prolongada e persistente da inflação a torna cada vez mais rígida para baixo, porque os agentes vão ficando cientes da sua presença e embutindo essa expectativa inflacionária nos seus preços, o que aumenta ainda mais a inflação, embora os custos desses agentes não tenham alterado. Quando a inflação adquire esse componente autônomo, tem-se a inflação inercial, como explica Bresser Pereira (1996, p. 115-116):

Com a aceleração da inflação, esta tende a tornar-se cada vez mais rígida para baixo, dado que os agentes econômicos tornam-se cada vez mais conscientes. Os fatores mantenedores da inflação – a indexação formal e informal da economia – assumem uma importância crescente, suscitando uma inflação do tipo autônomo ou inercial. [...] O mecanismo endógeno de aceleração da inflação autônoma baseia-se na tendência dos agentes econômicos de trocar de indexadores à medida que sentem que inflação é maior e mais ameaçadora às suas participações na renda. [...] Num primeiro momento, enquanto a inflação autônoma é ainda considerada relativamente baixa, os agentes econômicos definem a *inflação passada* como seus aumentos de custos; num segundo momento, ao perceberem uma taxa de inflação maior – que de fato é maior devido a algum choque exógeno -, a *inflação passada*, definida como indexador pelos agentes econômicos, é a própria taxa de inflação; num terceiro momento, quando a taxa de inflação novamente acelerou devido a choques exógenos, os agentes econômicos tendem a definir como seus indexadores os aumentos de preços acima da taxa de inflação de algum setor importante. Cada mudança no indexador representa, portanto, uma aceleração endógena da inflação autônoma.

1.4.6 MODELO IS-LM

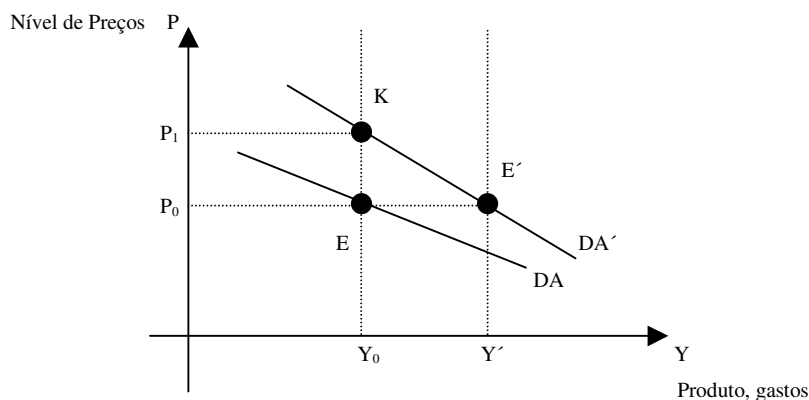
Este modelo IS-LM é, conforme Sandroni (2003, p.150), “uma interpretação formal da Teoria Geral de Keynes” onde as curvas IS-LM representam “a primeira delas, a curva IS, as combinações possíveis entre taxas de juros e renda nacional, que mantêm em equilíbrio o mercado de bens e serviços (mercadorias); a segunda, a curva LM, representa as combinações possíveis de taxas de juros e renda nacional que mantêm o mercado monetário em equilíbrio”.

As figuras 3 e 4 mostram os efeitos de um aumento na oferta de moeda sobre a demanda:



Fonte: Dornbusch et al (1991, p. 269)

Figura 3: Modelo IS-LM

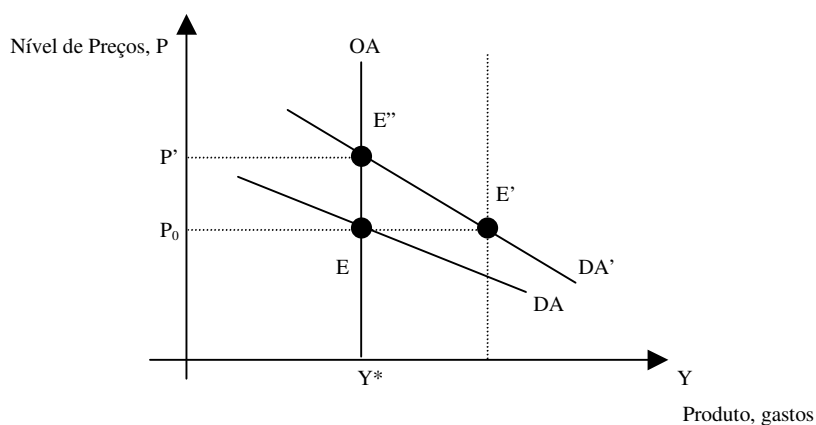


Fonte: Dornbusch et al (1991, p. 269)

Figura 4: Demanda agregada

Um aumento no estoque monetário desloca a curva LM para LM' no painel superior. O nível de renda de equilíbrio aumenta de Y_0 para Y' no nível inicial de preços, P_0 . Correspondentemente, a curva DA move-se para fora e para a direita, para DA', com o ponto E' no painel inferior correspondendo ao E' no painel superior. A curva DA desloca-se para cima, na mesma e exata proporção que o aumento no estoque monetário. Por exemplo, no ponto K o nível de preços, P_1 , é mais alto que P_0 , na mesma proporção que a oferta aumentou. Os encaixes reais em K sobre DA' são, portanto, os mesmos que em E sobre DA. (DORNBUSCH et al, 1991, p. 269)

A figura 5 mostra o efeito da expansão monetária no caso clássico:



Fonte: Dornbusch et al (1991, p. 276)

Figura 5: Efeito da expansão monetária sob hipóteses de oferta clássicas

Começando a partir do equilíbrio de pleno emprego em E, um aumento no estoque nominal de moeda desloca a curva de demanda agregada para DA'. No nível inicial de preços há agora um excesso de demanda por bens. Os preços sobem e, portanto, o estoque monetário real declina em direção ao seu nível inicial. O preço sobe continuamente até a economia alcançar o E'. Aqui o estoque monetário retornou ao seu ponto inicial e, com a produção fixa, as taxas de juros estão outra vez no seu nível inicial. Portanto, uma expansão monetária afeta somente os preços e não a produção ou a taxa de juros. (DORNBUSCH et al, 1991, p. 276)

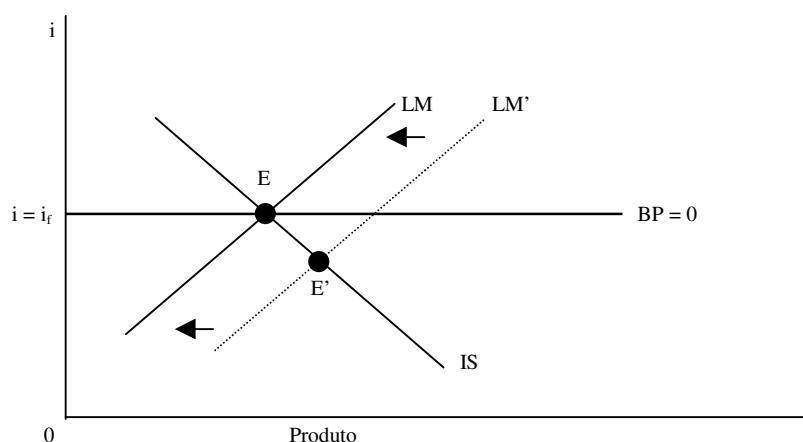
1.4.7 MODELO MUNDELL-FLEMING

Para Fernando Cardim de Carvalho et al (2001, p. 434), “a maneira como as diferentes políticas econômicas afetarão depende crucialmente do regime cambial adotado”.

Nesta análise, explicam Dornbusch et al (1991, p. 229), o modelo IS-LM é estendido para uma economia aberta com perfeita mobilidade de capital:

- Câmbio fixo: com taxas de câmbio fixas e

sob perfeita mobilidade de capital, o mais delicado diferencial de juros provoca infinitos fluxos de capital. Segue-se que, em uma situação de perfeita mobilidade de capital os bancos centrais não podem conduzir uma política monetária independente sob taxas de câmbio fixas. A razão é a seguinte: suponha que um país deseje aumentar as taxas de juros. A política monetária é restritiva e, como resultado, as taxas de juros sobem. Imediatamente os administradores de portfolios em todo o mundo sentem a taxa mais alta e deslocam sua riqueza para um país que tenha esta taxa. Como resultado da enorme entrada de capital, o balanço de pagamentos mostra um gigantesco superávit, pressão resultante por uma apreciação da moeda força o banco central a intervir, comprando moeda estrangeira e vendendo moeda doméstica. Esta intervenção implica que o estoque monetário aumenta. Como resultado, a contração inicial é anulada. O processo caminha para o fim quando as taxas de juros domésticas voltarem ao seu nível inicial. [...] Conclusão: As taxas de juros não podem se desalinhar das taxas que prevalecem no mercado mundial. (DORNBUSCH et al, 1991, p. 230)

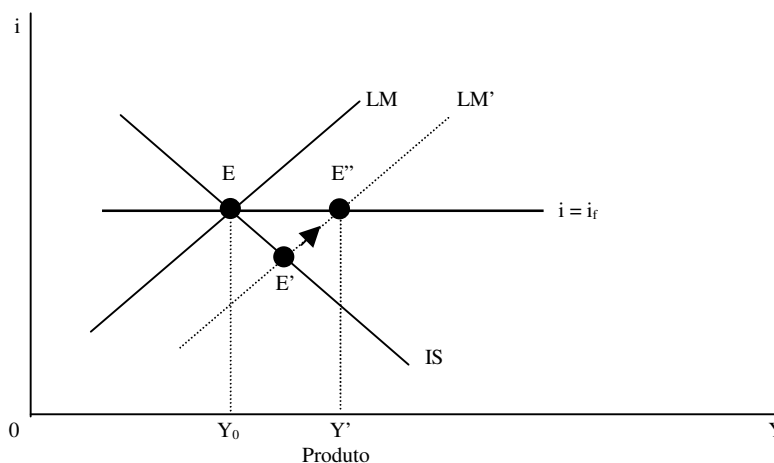


Fonte: Dornbusch et al (1991, p. 232)

Figura 6: Expansão monetária sob taxas fixas e perfeita mobilidade de capitais

- Câmbio flutuante: numa economia com perfeita mobilidade de capital e

sob taxas de câmbio totalmente flexíveis, o banco central não intervém no mercado cambial. A taxa de câmbio deve ajustar-se para equilibrar o mercado, fazendo com que a demanda e a oferta de moeda estrangeira se equilibrem. Sem a intervenção do banco central, portanto, o balanço de pagamentos deve ser igual a zero. [...] *Qualquer déficit em conta corrente deve ser financiado por entradas privadas de capital e qualquer superávit por saídas de capital. Os ajustamentos na taxa de câmbio asseguram que a soma das contas corrente e capital seja igual a zero.* [...] Uma segunda implicação é [...] a de que o banco central pode determinar a oferta monetária neste caso. Desde que não haja mais a obrigação de intervir, não há mais nenhuma ligação entre o balanço de pagamentos e a oferta monetária. [...] Somente quando a taxa de juros doméstica for igual à mundial não haverá infinitas entradas ou saídas de capital. Portanto, o equilíbrio do balanço de pagamentos requer $i = i_f$. (DORNBUSCH et al, 1991, p. 233-234)



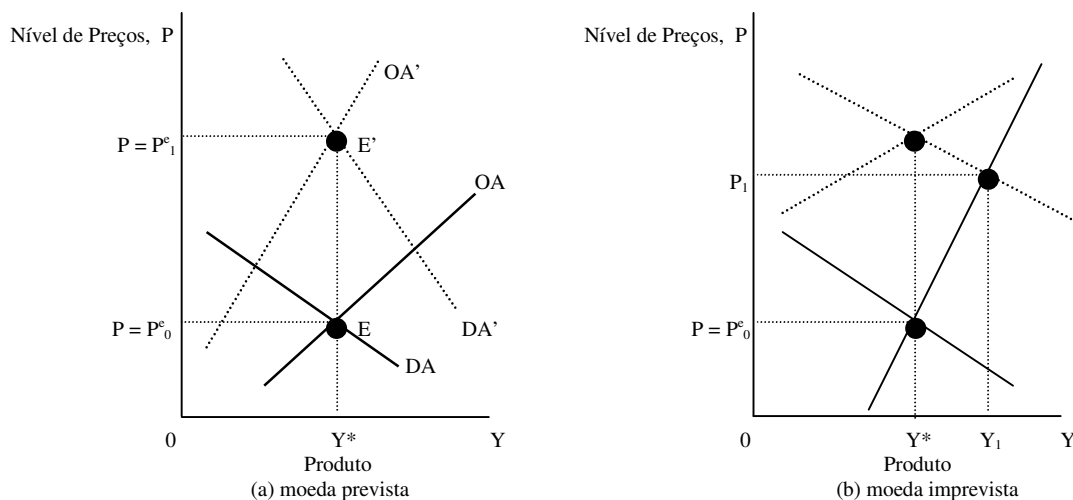
Fonte: Dornbusch et al (1991, p. 238)

Figura 7: Efeitos de aumento no estoque monetário

1.4.8 CURVA DE LUCAS

O argumento de Lucas, segundo Dornbusch et al (1991, p.281-282) é que:

Os salários e preços são rígidos no curto prazo como resultado de *problemas de informação*: salários e preços, enquanto totalmente flexíveis, ajustam-se somente parcialmente porque as famílias têm informação somente parcial. Simplesmente leva tempo para que as famílias e as empresas saibam exatamente o que está acontecendo em seu ambiente econômico e reconheçam que os salários e os preços devem mudar. Mas assim que tomam conhecimento dos fatos eles ajustam-se totalmente ao novo ambiente. Esta última abordagem, que se tornou conhecida como *equilíbrio com expectativas racionais*, tem implicações poderosas sobre o papel da moeda na economia. *A visão do equilíbrio com expectativas racionais sustenta que as variações na moeda afetam a atividade econômica de acordo e somente quando não são esperadas. Resumindo, somente a moeda inesperada tem importância.*



Fonte: Dornbusch et al (1991, p. 289)

Figura 8: Efeitos de aumentos inesperados no estoque monetário

2 ANTECEDENTES

A década de 1980 iniciou com o general João Figueiredo abrindo o segundo ano de seu mandato (1979-85) com a missão de concluir o Projeto Brasil-Potência - inserção do Brasil no Primeiro Mundo e implantação do regime democrático no país – e, especificamente no curto prazo, controlar a inflação. Esses objetivos foram explicitados no “Programa Emergencial” (1979) e no III Plano Nacional de Desenvolvimento – 1980-1985 (III PND).

O Brasil entrava na crise econômica mais grave de sua história, apresentando pela primeira vez um PIB com taxas negativas: - 4,25% em 1981.

A estratégia do ministro Antônio Delfim Netto, que entrara em abril de 1979 no lugar de Mário Henrique Simonsen, porque este defendia a austeridade fiscal e o governo não queria uma política “impopular”, consistia em conciliar crescimento acelerado da economia com combate gradual à inflação, começava a mostrar suas fragilidades: segundo o IPEA (1993, p. 18), após o choque do petróleo em 1979 (quando os barris tiveram seus preços duplicados), essa conduta “[...] deixou o país em uma situação extremamente vulnerável a novos choques externos [...]”.

E eles logo vieram: depois do choque do petróleo seguiu-se a recessão econômica nos países capitalistas do Primeiro Mundo (1979-1982), a elevação das taxas de juros internacionais (de 6% aa em 1977 para 21% aa em 1981) e a suspensão de empréstimos aos países do Terceiro Mundo (em setembro de 1982) devido à moratória do México.

Para ilustrar a gravidade da situação, de acordo com Brum (1999, p. 390), navios da Petrobrás que voltavam carregados de petróleo (comprado a prazo) do Oriente Médio, recebiam ordens para vendê-lo (à vista) no mercado livre de Rotterdam, Holanda, elevando assim as receitas de exportações.

Em fevereiro de 1983, o Brasil teve que se submeter a um acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), transferindo decisões fundamentais da política econômica ao sistema financeiro internacional. “Em vez de o Brasil administrar a dívida, era a dívida que passava a administrar o Brasil”. (BRUM, 1999, p. 390).

O governo Figueiredo enviou sete cartas de intenções e seis pedidos de perdão ao FMI, entre 1983 e 1984, por não cumprir as metas acordadas. A inflação mantinha sua

trajetória ascendente: 44,4% a.a. em 1979, acima de 100% a.a. em 1982 e acima de 200% a.a. em 1984.

Segundo Brum (1999), o descrédito do governo era tanto que foi incapaz de articular a transição para um governo civil em 1985. Eleito em 15 de janeiro do mesmo ano por um Colégio Eleitoral, Tancredo Neves adoeceu e veio a falecer antes de tomar posse. A conseqüente assunção do vice-presidente José Sarney se transformou no primeiro percalço de um novo ciclo que se iniciava.

Apesar do início traumático, a Nova República tinha renovado as esperanças da Nação e o crescimento de 7,8% em 1985 “[...] decorreu basicamente do dinamismo interno da própria economia [...]”. (BRUM, 1999, p. 404)

O governo Sarney iniciou com diretrizes e equipe ministerial indicadas por Tancredo Neves. Francisco Dornelles (ministro da Fazenda e sobrinho de Tancredo) tinha a incumbência de reduzir o déficit público com austeridade, mas em agosto do mesmo ano, foi substituído por Dílson Funaro. A inflação seguia sua trajetória: 239% em 1985.

Foram apresentadas duas propostas de estabilização: a primeira – de Pêrsio Arida e André Lara Resende - era baseada no controle gradual da inflação, enquanto a segunda propunha um ataque de choque, com efeitos imediatos sobre a inflação.

O governo optou pela solução mais rápida, que ficou conhecida como Plano Cruzado, uma reforma radical que procurava conciliar o controle da inflação e o crescimento econômico, lançada em fevereiro de 1986. Suas principais medidas foram: a) substituição do cruzeiro pelo cruzado (na proporção de mil por um); b) eliminação da correção monetária; c) congelamento de preços e contratos; d) reajuste salarial pela média dos últimos seis meses anteriores; e) “gatilho” automático reajustando salários sempre que a inflação atingisse 20%; f) livre negociação entre empregadores e empregados; g) criação do seguro-desemprego.

Ao contrário dos planos ortodoxos indicados pelo FMI, o heterodoxo Plano Cruzado pressupunha a inflação como sendo meramente inercial (a inflação presente era determinada com base na inflação passada), causada pela cultura inflacionária dos agentes econômicos adquirida no longo período vivendo sob forte inflação.

Num primeiro momento, enquanto a inflação autônoma é ainda considerada relativamente baixa, os agentes econômicos definem a *inflação passada* como seus aumentos de custos; num segundo momento, ao perceberem uma taxa de inflação maior – que de fato é maior devido a algum choque exógeno -, a *inflação passada*, definida como indexador pelos agentes econômicos, é a própria taxa de inflação; num terceiro momento, quando a taxa de inflação

novamente acelerou devido a choques exógenos, os agentes econômicos tendem a definir como seus indexadores os aumentos de preços da taxa de inflação de algum setor importante. Cada mudança de indexador representa, portanto, uma aceleração endógena da inflação autônoma. (BRESSER PEREIRA, 1996, p. 116)

O sucesso e os benefícios do plano foram efêmeros, mal chegando ao fim daquele ano, mas suficiente para os partidos do governo obterem esmagadora vitória nas eleições: o PMDB elegeu maioria absoluta dos deputados e senadores e 22 dos 23 governadores de Estado, enquanto o PFL obtinha a segunda maior bancada no Congresso Nacional e um governador.

Ainda em dezembro de 1986 a inflação voltava a subir: de 7,56% passou para 15% em março do ano seguinte, superando a inflação do mês de lançamento do plano.

Em março e abril o governo substituiu a equipe econômica. Em junho, Luiz Carlos Bresser Pereira, novo ministro da Fazenda, tenta outro choque de estabilização combinando o componente inercial com uma causa primária: a dívida pública. Após três meses de trégua, as taxas voltaram a subir. Bresser Pereira propôs ajuste fiscal ao Presidente e não obteve apoio, motivando sua renúncia.

A inflação continuava a subir, chegando a 30% ao mês no final de 1988, apesar do Plano “Arroz com Feijão” (ortodoxo, convencional), que substituiu o Plano Bresser e não buscava o ajuste fiscal.

O Plano Verão, lançado em janeiro de 1989, transformando o Cruzado em Cruzado Novo (com outro corte de três zeros), reconhecia a necessidade de atacar as causas estruturais da inflação, combinando heterodoxia (no congelamento de preços) com forte ênfase na ortodoxia (taxas de juros muito altas: 16% em termos reais no primeiro mês). Essa taxa, extremamente alta, “[...] apressou o fracasso do plano porque indicava que o Estado estava falido. O plano começou a entrar em colapso em junho de 1989 e levou a economia brasileira ao único episódio hiperinflacionário de sua história (taxa de inflação de 50% ao mês) em dezembro”. (BRESSER PEREIRA, 1996, p. 250)

O entusiasmo com a possibilidade de eleger um Presidente da República - depois de vinte nove anos de jejum eleitoral - e uma forte campanha publicitária, acabou levando a nação a eleger Fernando Collor de Mello, que ainda conseguiu renovar as esperanças do país com os Planos Collor I e II antes de frustrar a todos com um enorme esquema de corrupção montado dentro do governo.

“O novo governo assumiu em março de 1990 com um ambicioso plano de estabilização e de reformas estruturais da economia (Plano Collor I)” (IPEA, 1993, p. 21).

Mas uma denúncia feita por Pedro Collor (irmão do presidente) provocou a abertura de uma CPI em 26 de maio, desencadeando um processo de impeachment (26/ago/1992), seguida do afastamento do presidente em setembro e culminando com sua renúncia em 29 de dezembro do mesmo ano.

O governo Collor de Mello, “[...] representou um divisor de águas na história econômica brasileira da segunda metade do século [...] não interessa aqui discutir o mérito ou não dessa mudança e sim registrar que a partir de 1990, houve um processo acentuado de abertura da economia”. (GIAMBIAGI et al., 2000, p. 145)

O Plano Collor I, anunciado em 16 de março de 1991 (um dia após a posse do presidente), aplicou uma terapia de choque cuja tônica foi o seqüestro temporário - 18 meses - de 75% dos ativos financeiros do país, criando o agregado monetário M5, correspondente a esses Cruzados Novos retidos. Com destaque no combate ao déficit público, foi um plano essencialmente ortodoxo, uma inusitada reforma monetária que transformou o Cruzado Novo em Cruzeiro (paridade 1/1) e possibilitou o uso dos recursos seqüestrados para o pagamento de tributos. O impacto conjugado dessas medidas foi inicialmente favorável, mas seus efeitos exauriram-se em menos de um ano.

Sob a batuta da ministra Zélia Cardoso de Mello, esse plano de estabilização e de reformas estruturais da economia fez um mix das causas reconhecidas anteriormente, acrescentando a necessidade de ampla reforma nos setores público, externo e financeiro. A restrição monetária trouxe a inflação para 9% em maio, mas após nova trégua de três meses, voltou a subir em julho e em janeiro de 1991 já estava novamente no alarmante patamar de 20% ao mês.

Com a substituição da ministra, veio também uma nova tentativa em fevereiro de 1991: o Plano Collor II deu mais ênfase às medidas heterodoxas e após quatro meses de trégua relativa dos preços, a inflação voltou revigorada e atingiu 22,1% no mês de dezembro de 1991.

Com os agentes econômicos saturados de choques heterodoxos, o governo voltou à ortodoxia pura, mas o máximo que conseguiu foi evitar novo crescimento explosivo dos preços. A taxa acumulada em 1992 foi de 1.158%, não muito distante da média anual dos últimos três anos.

Com o afastamento de Collor em setembro de 1992, o vice Itamar Franco assume e em menos de um ano três ministros passam pela pasta da Fazenda sem conseguir apresentar um

plano de estabilização. O curso da inflação no ano de 1993 teve tendência ascendente, mas sem aceleração expressiva: dos 25% em fevereiro, atingiu 31% no segundo semestre.

3 GOVERNOS FHC E LULA

3.1 Governo FHC

Antes de falar sobre o governo FHC (1995-2002) é importante voltar ao ano de 1993, quando em junho, Fernando Henrique Cardoso assumiu o Ministério da Fazenda e deu início a um ousado plano de estabilização econômica – o Plano Real. Neste momento começava a se desenhar sua candidatura e posterior eleição, bem como, se formar a base para a política econômica adotada por seu governo.

3.1.1 PLANO REAL

Era maio de 1993, quando o presidente Itamar Franco – que havia substituído Collor após a crise do impeachment - convidou o senador Fernando Henrique para assumir a pasta da Fazenda, segundo Edmar Bacha (1998, p. 12), “[...] o quarto ministro da Fazenda nos oito meses de mandato do Presidente”.

O curso da inflação no ano de 1993 teve tendência ascendente, mas sem aceleração expressiva: dos 25% em fevereiro, atingiu 31% ao mês no segundo semestre.

Nesse momento, a ampla maioria dos especialistas reconhecia a necessidade de uma política que atacasse efetivamente as causas fundamentais do desequilíbrio macroeconômico, basicamente o déficit público. “[...] Um período em que havia consciência consolidada contra o populismo fiscal e a favor do equacionamento dos passivos públicos” (NASSIF, 2002, p. 40).

“Sendo assim, não é de se estranhar que, no debate que precedeu o esforço de estabilização iniciado em 1994, no Brasil, o tema do ajuste fiscal estivesse no centro da discussão” (GIAMBIAGI et al., 2000, p. 150).

Logo que assumiu o ministério da Fazenda, em junho de 1993, Fernando Henrique Cardoso começou a arquitetar (juntamente com Pêrsio Arida e André Lara Resende) e buscar apoio político para um plano de estabilização. Inicialmente batizado de Plano FHC,

[...] o Plano Real representou, na verdade, uma retomada da proposta Larida, que havia sido preterida em fevereiro de 1986 em favor do Plano Cruzado. Os elementos básicos já estavam presentes na proposta Larida. A URV fez o papel originalmente proposto em 1986 para a ORTN. [...] Outra semelhança fundamental é a utilização da âncora cambial como forma de dar credibilidade à nova moeda. [...] As principais diferenças [...] foram a explicitação da importância do ajuste das contas do setor público e da abertura da economia como elementos-chave para o sucesso a longo prazo do plano de estabilização. (PORTUGAL, 1996, p. 16)

De acordo com Luiz Filgueiras (2003, p.101-102), “o Plano FHC, entre o seu anúncio (7 de dezembro de 1993) e o surgimento da nova moeda (julho de 1994), se constituiu de três partes”: ajuste fiscal, URV (Unidade de Real de Valor) e o Real (a nova moeda). Na primeira fase, que foi do anúncio do Plano até o dia 28 de fevereiro de 1994, o governo Itamar procurou criar condições fiscais mais favoráveis ao equilíbrio orçamentário da União, como a criação do Fundo Social de Emergência (FSE), que deu mais flexibilidade ao Governo na utilização dos recursos e maior controle no fluxo de caixa, além de permitir cortes no orçamento de 1994.

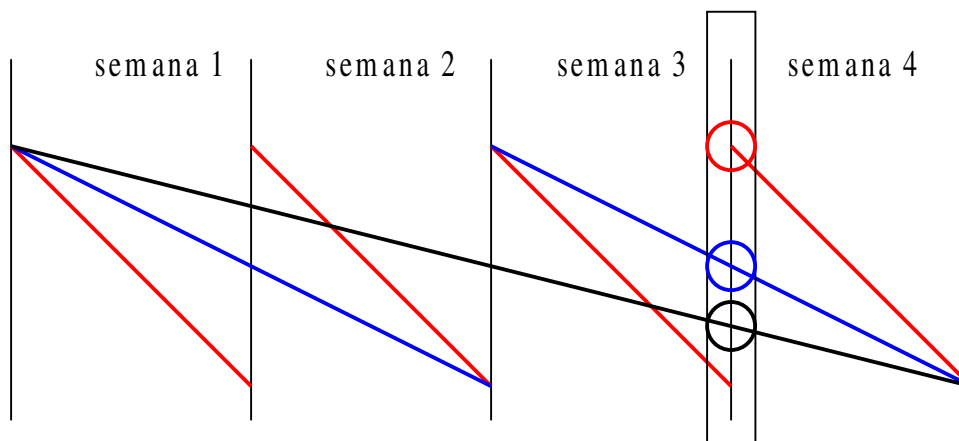
Com a introdução da Unidade Real de Valor (URV), no dia 1º de março de 1994, começou a segunda fase, “[...] de acordo com a Exposição de Motivos Interministerial de nº 047, de 27 de fevereiro de 1994, e terminou quando da criação do Real (1º de julho)”. A URV era um índice “[...] cuja variação em cruzeiros reais era definida a partir de uma ‘banda’ formada por três outros índices: o IGP-M da Fundação Getúlio Vargas, o IPCA do IBGE e o IPC da FIPE/USP”. Foram escolhidos esses índices porque a média deles se aproximava da variação histórica do câmbio naquele período. “[...] O objetivo era amarrar a URV ao dólar, preparando-se desde aquele momento a chamada ‘âncora cambial’ da nova moeda, que se explicitaria integralmente na última fase do plano”. Esse índice foi “[...] um ‘superindexador’[...]” e o “[...] embrião da nova moeda, ou uma espécie de moeda incompleta, pois, embora não se constituísse, ainda, em meio de pagamento e reserva de valor, cumpriu uma das três funções de qualquer moeda, qual seja: a de ser unidade de conta”. (FILGUEIRAS, 2003, p. 104)

Essa unidade de referência com paridade de 1/1 com o dólar, durante quatro meses, fazia a conversão do Cruzeiro Real para o Real, combatendo gradualmente a inflação inercial. Nesse intervalo o Cruzeiro Real foi sendo desvalorizado diariamente na conversão para URV, até ser substituído em 1º julho pelo Real. Neste momento, uma URV (que era igual a um

dólar) correspondia à Cr\$ 2.750,00. O Cruzeiro Real deixava de existir, passando a vigorar o Real.

Esperava-se com isso que, na entrada do Real, quase todos os preços relativos estivessem alinhados, apagando assim, o componente inercial da inflação. “Desse modo, a URV cumpriria a função de alinhar os preços relativos, inclusive os salários, de tal modo que, após a criação da nova moeda (Real), esta não fosse contaminada pela inflação passada, associada à velha moeda” (FILGUEIRAS, 2003, p. 105).

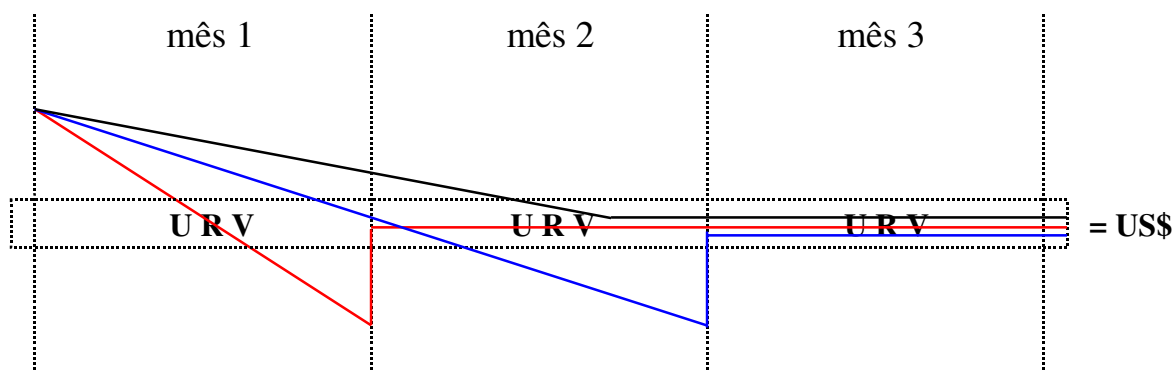
A figura 9 mostra como os congelamentos de preços falharam no combate à inflação. Supondo uma economia com três produtos, cada um com seu indexador, e sob inflação elevada corroendo os preços diariamente. O produto vermelho faz reajuste semanal, o azul quinzenal e o preto, mensal. Em qualquer dia que seja escolhido para decretar o congelamento, os preços estarão desalinhados, gerando descontentamento nos agentes que ficaram com seus preços defasados e as pressões daí decorrentes: crise no abastecimento, mercado paralelo, etc.



Fonte: Elaboração própria

Figura 9: Desalinhamento dos preços sob inflação elevada

Na figura 10 é possível perceber como a URV conseguiu acabar com a inflação inercial sem congelar os preços. A URV funcionou como um *superindexador* que durante três meses permitiu o alinhamento dos preços para daí se converter na nova moeda, o Real.



Fonte: Elaboração própria

Figura 10: Alinhamento dos preços através da URV e sob inflação elevada

A fase final do plano ocorreu com a reforma monetária propriamente dita: a MP 542, de 30 de junho, transformava a URV em uma nova moeda, o Real, a partir do dia 1º de julho de 1994, momento em que o governo fixou a taxa de câmbio em US\$ 1,00 = R\$ 1,00 e extinguiu o cruzeiro. Além disso, restringiu a correção monetária ao IPC-R (calculado pelo IBGE), aplicado a todos os contratos (financeiros ou não) com cláusulas de reajuste anual, suspendeu a UFIR por três meses e apenas os contratos de câmbio puderam utilizar outro indexador.

Esta Medida Provisória estabelecia que as emissões de real teriam que ser lastreadas pelas reservas internacionais a uma taxa fixa de 1 dólar por real. O Banco Central obedeceria limites de emissão, metas trimestrais de expansão dos agregados monetários, o que deixava claro que não haveriam emissões com o objetivo de cobrir rombos orçamentários do Governo.

De acordo com Roberto Camps Moraes (1996, p. 26),

[...] o processo de remonetização concentrou-se nos meses de julho, agosto e setembro, [...] estando praticamente extinto já em outubro, e situando-se num patamar bem superior ao previsto. [...] Isso, no entanto, não deve ser interpretado como um sinal da falta de austeridade monetária, e sim como um erro de estimativa da demanda por moeda.

“O resultado desse plano foi o fim de quase três décadas de inflação elevada [...]”, contribuindo “[...] decididamente, para o surgimento de uma nova e positiva imagem da economia do país” (CASTRO, 1999, p. 81).

O Plano Real ainda não está consolidado, mas foi, sem dúvida, um enorme sucesso: um sucesso intelectual para seus autores, que conseguiram

desenvolver uma estratégia heterodoxa de, sem congelamento, controlar a inércia dos preços; um sucesso político para Fernando Henrique Cardoso, cuja eleição para a presidência foi basicamente fruto do plano. O Plano Real foi uma reforma econômica orientada para o Brasil, porque levou em conta as características especiais da inflação brasileira. Foi heterodoxo porque adotou a URV e terminou a inflação com um choque, mas foi também ortodoxo porque nunca descuidou do ajuste fiscal e, desde o choque, tem sido apoiado por uma política monetária rigorosa. (BRESSER PEREIRA, 1996, p. 266-267)

Para Alcindo Gonçalves (2002, p. 17), o êxito do plano “criou as condições para o lançamento da candidatura de Fernando Henrique Cardoso à Presidência da República”. Concluindo que, um ano antes da eleição, nem o FHC, nem o PSDB – Partido da Social Democracia Brasileira, “[...] eram considerados [...] como alternativas reais de poder”.

Alguns economistas atribuem o sucesso do Plano ao fato de ter atacado simultaneamente o componente inercial da inflação (desindexando a economia ou superindexando para um único índice) e seus componentes básicos (especialmente o déficit público), acrescentando à proposta original de Arida e Lara a importância do ajuste das contas públicas, a abertura da economia (expondo os produtos nacionais à concorrência externa para conter a pressão sobre os preços) e a ancoragem cambial (transferindo a credibilidade do dólar ao real).

A partir do segundo semestre de 1994, veio a fase das reformas (previdenciária, tributária e administrativa) para promover o ajuste fiscal. Apesar dessas reformas terem sido fortemente obstruídas no Congresso, o Real seguia valorizando, o que fez com que o Banco Central interviesse pela primeira vez no câmbio em 20 de setembro, para evitar que a sobrevalorização ultrapassasse os 15% (neste momento o dólar estava custando R\$ 0,85).

Nos primeiros anos do real não tínhamos a cultura política dos ‘temas suprapartidários’, coisa que os países do norte aprenderam durante as guerras mundiais. Aqui, a despeito de estarmos vivendo uma hiperinflação, uma ‘urgência nacional’ inequívoca, a oposição fazia o possível e o impossível, no Legislativo, na imprensa e nos tribunais, para atrapalhar a estabilização. Era como se o país estivesse em guerra e a oposição votasse contra as verbas para as forças armadas. (GUSTAVO FRANCO, 2004, p. 32)

Na opinião de Gesner Oliveira (2004), o êxito do Real se deveu a três fatores: aumento da demanda política por estabilidade e redução do apelo do populismo econômico; condições de grande liquidez internacional; e o aprendizado obtido nas mais variadas tentativas anteriores, dos congelamentos de preços ao confisco da poupança.

De acordo com dados da Conjuntura Econômica (FGV), a inflação medida pelo IGP-DI fechou o primeiro semestre de 1994 com uma taxa média de 43,25% ao mês, caindo para 24,70 % a.m. em julho, 3,34% (agosto), 1,55% (setembro), 2,55% (outubro), 2,47 (novembro) e 0,57 (dezembro).

À medida que a inflação descia, a candidatura de FHC subia nas pesquisas de intenção de voto, consolidando sua eleição ainda no primeiro turno (dia 03 de outubro de 1994).

Mas o sucesso do plano e os altos índices de popularidade do novo presidente não garantiam a estabilidade. Como em outros governos, crises internas e externas também se fizeram presentes no período de FHC, e não foram poucas a ameaçar a estabilidade da economia, contra as quais a equipe econômica respondeu com elevação dos juros, flexibilização do câmbio e até pedidos de socorro ao FMI.

Dada a forte remonetização da economia que se seguiu à redução da inflação, o Banco Central passou a utilizar intensamente os instrumentos disponíveis para conter o crescimento da moeda e do crédito. [...] A partir de julho o recolhimento compulsório sobre os novos depósitos à vista foi aumentado para 100%. [...] O Banco Central comprometeu-se a vender dólares à paridade R\$ 1/US\$ 1. [...] Esse processo começou a ser interrompido no final do ano, quando a crise cambial mexicana passou a provocar uma reversão no processo de transferências internacionais de capitais, afetando particularmente o Brasil. (CARVALHEIRO, 2002, p. 10-11)

3.1.1.1 1º Mandato (1995-1998)

No seu primeiro mandato como Presidente da República, Fernando Henrique Cardoso tomou posse no dia 1º de janeiro de 1995, sob o impacto do efeito tequila – a crise do México (entre meados de 1994 e meados de 1995), uma instabilidade política que provocou forte desvalorização da moeda mexicana e desconfiança no mercado internacional, resultando numa enorme fuga de capitais do Brasil, elevação dos juros internos para 35% a.a. e desvalorização do Real.

O primeiro semestre de 1995 foi marcado por dois episódios que poderiam ter abortado o processo de estabilização, se o BC não tivesse reagido de forma vigorosa a eles. [...] Conter o crescimento acelerado da demanda e impedir a fuga descontrolada de capitais externos derivada do chamado ‘efeito tequila’. (MORAES, 1996, p. 35)

Com a crise do México, que provocou “[...] entre dezembro de 1994 e março de 1995, saídas de capital de R\$ 6,9 bilhões [...]”, ganhou força o debate sobre a política cambial. (MORAES, 1996, p. 36)

Os contrários ao câmbio sobrevalorizado, argumentavam que isso prejudicava as exportações, gerava desemprego no setor exportador e tornava o país mais dependente do capital externo e, portanto, mais vulnerável aos humores dos investidores, principalmente os de curto prazo, do capital volátil. Os que defendiam a âncora cambial, justificavam que o câmbio sobrevalorizado e os juros elevados ajudavam a conter a pressão inflacionária e evitar crises no abastecimento através do forte incremento das importações, além de promover a renovação do parque industrial nacional e tornar as empresas brasileiras mais competitivas para o mercado internacional.

O resultado prático da discussão foi a implementação de um pequeno ajuste na taxa de câmbio no mês de março. [...] Foi definida pela primeira vez, de forma explícita, uma banda cambial (0,88 a 0,93 real por dólar), e o BC, através de sua intervenção no mercado, fez com que a taxa comercial de março ficasse, em média, 5,47% acima da taxa de fevereiro [...]. (MORAES, 1996, p. 36)

Em virtude dos ataques especulativos gerados pela crise mexicana, nos primeiros meses do ano, o Banco Central elevou a taxa de juros, os limites dos recolhimentos compulsórios e as restrições adicionais ao crédito, para não só combater a fuga de capitais, mas também controlar a demanda agregada. Somente a partir de maio, o Bacen “iniciou um processo de flexibilização gradual dos recolhimentos obrigatórios, visando reduzir a taxa básica de juros [...]. Essa política não impediu que a taxa de juros sofresse grandes oscilações até o final do ano [...]”. Diversas alíquotas foram reduzidas gradativamente: a do recolhimento compulsório sobre as operações de crédito foi reduzida de 15% para 12% em maio e para 10% em junho; sobre depósitos à vista caiu de 90% para 83%, em julho; em agosto, as reservas obrigatórias sobre depósitos a prazo foram reduzidas de 30% para 20%, sobre as operações de crédito, de 10% para 8%, e sobre depósitos de poupança, de 30% para 15%. Em setembro, a alíquota sobre as operações de crédito foi reduzida de 8% para 5% e em novembro para zero. (CARVALHEIRO, 2002, p. 11)

Conforme Roberto C. Moraes (1996, p. 37), com Arida presidindo o Banco Central, foi montado “um gigantesco esquema restritivo usando compulsórios sobre todo o tipo de depósitos e de ativos”, com o intuito de evitar a fragilização externa e conter o crescimento exagerado da demanda agregada (consumo) no primeiro semestre de 1995.

Uma consequência dos compulsórios foi proliferação das contas ‘remuneradas’ e ‘aplicadas’, que realizam aplicações automáticas no FAF. Isso porque os saldos aplicados nos fundos tinham um compulsório de 25% remunerados pelo BC, podendo os 75% restantes serem aplicados em títulos públicos ou CDBs, enquanto os depósitos à vista sofriam um compulsório de 100%. (MORAES, 1996, p. 39)

Por outro lado, a queda da inflação fragilizou diversas instituições financeiras que, com ela, obtinham grande parte de seus lucros.

Em decorrência, muitas delas passaram a enfrentar dificuldades de liquidez e solvência, levando o Banco Central a intervir no sistema. A medida mais importante foi a criação do Proer, com o intuito de incentivar processos de fusões e incorporações de bancos. Em relação a política cambial, o Banco Central passou a adotar, a partir de março, um sistema de bandas cambiais com o propósito de evitar especulações sobre possíveis alterações bruscas do nível da taxa de câmbio nominal. Essa providência, em conjunto com a normalização dos fluxos internacionais e o diferencial entre a taxa de juros doméstica e externa, garantiram a retomada do fluxo de entrada de recursos externos. (CARVALHEIRO, 2002, p. 11-12)

De acordo com Aloísio Mercadante (1998, p. 148), a equipe econômica adotou uma política monetária “[...] com um sistema de compulsórios elevados e juros altíssimos, promovendo uma crise de crédito e de liquidez interna, que restringiu a demanda agregada e desembocou em recessão, inadimplência e crise bancária”. Em março de 1995, enquanto a taxa básica de juros dos Estados Unidos estava em 5,7%, na Alemanha em 3,9% e no Japão em 0,5% , no Brasil atingia 34% em dólar.

Segundo Marcelo Portugal (1996, p. 45), entre julho de 1994 e março de 1996, dezoito instituições financeiras foram liquidadas extrajudicialmente e bancos como o Banespa, Banerj, Econômico e Nacional, sofreram intervenção do Banco Central.

Para Roberto C. Moraes (1996, p. 39-41), diante de pressões políticas de diversos setores – sindicatos, federações de comércio e indústria, governos estaduais e partidos políticos, decorrentes do “arrocho monetário” promovido pelos compulsórios, o Banco Central anunciou medidas para o final de maio que promoveriam “um afrouxamento lento e gradual da política monetária”. De quebra, substituiu em junho, o presidente Pêrsio Arida por Gustavo Loyola.

Entre as medidas, estavam a redução e a eliminação de compulsórios - responsáveis pela liberação de R\$ 1 bilhão dos R\$ 40 bilhões retidos pelo Bacen, e a criação de linha especial de crédito para a lavoura cacaueteira (R\$ 340 milhões).

A tônica de todas essas medidas, tomadas no final de maio e início de junho, e que se prolongaram no segundo semestre de 1995, foi de suavizar o aperto monetário na direção anunciada de redução das taxas de juros, caracterizando um processo de desmonte gradual da grande restrição dos compulsórios do primeiro semestre. (MORAES, 1996, p. 41)

Em termos de política cambial, o Banco Central anunciou, ainda em junho, uma nova banda, passando de R\$ 0,88/US\$ - R\$ 0,93/US\$ para R\$ 0,91 – R\$ 0,99/US\$ e sinalizando uma desvalorização gradual do real (mantendo o atrativo ao capital externo) sem sugerir aos agentes econômicos qualquer tipo de indexação. (MORAES, 1996, p. 42-43)

No ano de 1996, o Bacen retomou a política de redução gradual das taxas de juros e de estímulo à oferta de crédito. No período, foram eliminadas restrições ao crédito bancário e reduzidos os compulsórios sobre depósitos à vista (de 83% para 75%), mas manteve-se a âncora cambial com o anúncio em 30 de janeiro de uma nova banda – R\$ 0,97/US\$ a R\$ 1,06/US\$. Somente em fevereiro de 1996, o Real voltaria a paridade de 1/1 com o dólar e em julho a sobrevalorização completaria dois anos.

Conforme Luiz Filgueiras (2003, p. 131-132), seria mantida a “âncora cambial” até estar “garantida a desindexação dos salários”, e então “vir alterações significativas no câmbio efetivo, através da aceleração da desvalorização. A idéia era de que

tanto a reposição da inflação quanto os aumentos reais [dos salários] teriam que ser negociados. No entanto, mesmo após ser decretado o fim do reajuste automático dos salários pela inflação, [...] o ritmo de desvalorização do Real não foi suficiente para reduzir a sua sobrevalorização frente ao dólar.

Em setembro, as autoridades monetárias começaram a reduzir a taxa de juros, de forma lenta e gradual, permitindo uma pequena recuperação da atividade produtiva, auxiliada pelo estímulo sazonal derivado das festas de fim de ano.

Assim, o ano de 1995 fechou com “um taxa de crescimento de 4,2%, quando se tem por referência o ano anterior no qual o PIB já havia crescido 5,9%”. (FILGUEIRAS, 2003, p. 133)

Apesar do menor arrocho monetário, da taxa de juros em queda (ainda que lenta), das maiores facilidades para as compras a prazo, das eleições municipais e promessas do governo de retomada do crescimento e desenvolvimento auto-sustentado, o ano de 1996 não repetiu os resultados obtidos nos dois primeiros anos do Real.

A estagnação econômica [...] decorreu dos elevados níveis de endividamento das famílias e empresas, assumidos no período anterior, e da maior cautela e

seletividade por parte dos bancos na concessão de empréstimos – tendo em vista, principalmente, a crise de confiança [...] após sucessivos episódios de quebra de bancos. A recuperação da demanda também foi dificultada pelo fato de os reajustes salariais [...] terem sido feitos levando em consideração, [...] apenas o resíduo da inflação até a extinção do IPC-r. (FILGUEIRAS, 2003, p. 133-134)

A taxa de crescimento do PIB, em 1996, foi de 2,7%, bem menor que em 1995 (4,2%) e 1994 (5,9%).

Na opinião de Filgueiras (2003, p. 135), devido aos “elementos fundamentais do Plano, que mantinham a inflação em níveis muito baixos”, as autoridades monetárias se encontravam num dilema: inflação reduzida com estagnação econômica (ou crescimento medíocre) e altas taxas de desemprego, ou crescimento mais elevado, mas com risco de crise cambial. “Assim, bastou acelerar o ritmo das atividades, a partir do segundo semestre de 1996, para que os déficits na balança comercial retornassem de forma vigorosa”. O país passou de um superávit acumulado de US\$ 1 milhão (praticamente equilíbrio) no primeiro semestre, para um déficit acumulado de US\$ 5,5 *bilhões* no segundo (financiado por reservas internacionais em torno de US\$ 60 bilhões), “configurando-se, [...] desde a introdução da nova moeda, em julho de 1994, [...] a ocorrência de ciclos curtos de aceleração e desaceleração da atividade econômica”.

O crescimento retomado no segundo semestre de 1996, se prolongou por toda a primeira metade do ano de 1997, quando, no mês de julho, “uma nova onda de instabilidade dos mercados financeiros internacionais, [...] detonada a partir de alguns países da Ásia”, os chamados tigres asiáticos, provocou nova fuga de capitais no Brasil. “As reservas do país, que haviam atingido US\$ 63 bilhões em agosto, despencam, principalmente a partir de outubro, e chegam a US\$ 52 bilhões no final do ano – retornando, praticamente, ao nível de dezembro de 1995”. (FILGUEIRAS, 2003, p. 136-137)

O problema começou com a desvalorização da moeda tailandesa, atingindo em seqüência a Malásia, Indonésia e Filipinas. Prosseguiu em outubro, com um ataque especulativo contra o dólar de Honcong e a queda da bolsa de Nova Iorque, agravada em novembro, com a desvalorização do won coreano.

O governo brasileiro novamente respondeu com elevação da taxa de juros para 43% ao ano, procurou facilitar ainda mais a entrada de capitais estrangeiros e, no dia 10 de novembro, lançou um pacote econômico.

Com o nome de ‘Medidas de Ajuste Fiscal e Competitividade’ e composto por 51 itens, o “Pacote 51”, segundo Filgueiras (2003, p. 136-137), “deveria render para os cofres do governo, entre economia de gastos e novas receitas, em torno de R\$ 20 bilhões (equivalente a 2,5% do PIB)”.

Para redução das despesas no ano de 1998, o pacote previa, principalmente, a demissão de 33 mil funcionários públicos não estáveis da União, suspensão do reajuste salarial do funcionalismo público, redução em 15% dos gastos em atividades e o corte de 6% no valor dos projetos de investimento. O aumento das receitas seria obtido com o aumento de 10% na alíquota do Imposto de Renda de Pessoa Física e a redução das deduções, a elevação das alíquotas sobre automóveis e a elevação dos preços dos derivados de petróleo e do álcool.

Embora as medidas adotadas pelo Governo brasileiro conseguissem reverter o fluxo negativo de capitais (as reservas voltaram a crescer em janeiro e alcançaram R\$ 70 bilhões em agosto), na opinião de Luiz Filgueiras (2003, p. 137-139), o ‘Pacote 51’ não cumpriu seus objetivos (a maioria das medidas não saiu do papel) e “pioraram ainda mais as condições macroeconômicas do país”.

Quando o governo russo decretou moratória e desvalorizou o rublo, em agosto de 1998 - em consequência da crise Asiática, que derrubou bruscamente o preço do petróleo (principal fonte de exportação da Rússia),

a resposta da política econômica foi a mesma de sempre: em setembro, elevação da taxa de juros básica de 19% para 29% e, logo depois, para 49% - depois da concessão de facilidades tributárias para o capital estrangeiro - e, em outubro, um novo pacote fiscal, para o período de 1999/2001, com cortes de despesas e, principalmente, elevação de impostos - o denominado Programa de Estabilidade Fiscal, que se constituiria na base do acordo feito imediatamente após com o FMI. (FILGUEIRAS, 2003, p. 139)

Nos três meses seguintes à crise da Rússia, o Brasil perdeu R\$ 30 bilhões em reservas. “Assim, a ida ao FMI se constituiu num passo ‘natural’ dessa trajetória do Plano e de sua política econômica [...]” (FILGUEIRAS, 2003, p. 142).

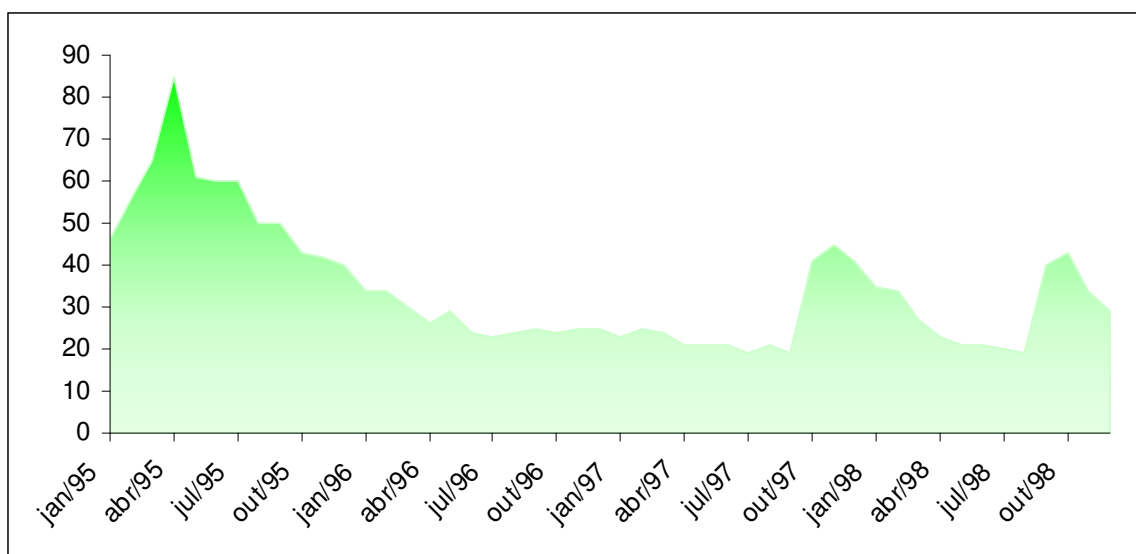
No acordo aprovado pelo FMI, em 2 de dezembro de 1998, o Governo se comprometia, sobretudo, a

manter o mesmo regime cambial, isto é, continuar a desvalorizar gradativamente o Real, com alargamento da banda praticada; prosseguir com a abertura comercial, não impondo restrições comerciais que fossem incompatíveis com os compromissos da OMC, [...] acelerar as privatizações e a aprovação das reformas liberais e realizar um programa de ajuste fiscal

para três anos (1999/2001), assumindo metas com relação à obtenção de superávits primários fiscais e ao pagamento dos juros. (FILGUEIRAS, 2003, p. 143)

Durante todo o primeiro mandato de FHC, o país consumiu suas reservas internacionais para manter o câmbio fixo e minimizar os reflexos das crises externas na economia nacional.

A figura 11, feita a partir de dados obtidos no site do Bacen, mostra que as elevações das taxas de juros durante o primeiro governo de Fernando Henrique, estiveram associadas às crises internacionais: crise do México no início de 1995, crise dos países do sudeste asiático no final de 1997 e da moratória Russa no final de 1998.



Fonte: Banco Central do Brasil

Figura 11: Comportamento da taxa de juros interna durante o 1º governo FHC, 1995-1998

3.1.1.2 2º Mandato (1999-2002)

Reeleito em 1998, o segundo mandato começa com uma mudança radical na política econômica. Sem reservas para sustentar o câmbio fixo, o Real sofre uma maxidesvalorização de 60% em fevereiro de 1999, e o Brasil volta ao câmbio flutuante e ao socorro do FMI.

“Nos primeiros dias de 1999, início do segundo Governo Cardoso, a situação macroeconômica do país se agravou dramaticamente, dando a continuidade à crise cambial desencadeada a partir da moratória anunciada pela Rússia, em agosto de 1998” (FILGUEIRAS, 2003, p. 186).

Embora tenha feito acordo com o FMI, e recebido, no final de 1998, a primeira parcela dos recursos emprestados (US\$ 9,324 bilhões), aumentaram as desconfianças dos investidores internacionais (capital volátil) e a fuga de capitais continuou ocorrendo.

Às dificuldades econômicas, juntaram-se problemas políticos: vários setores da sociedade reagiam insatisfeitos com a recessão, juros altos e desemprego e alguns estados importantes elegeram governadores da oposição, enquanto o “Congresso nacional derrubava uma das medidas consideradas mais importantes para a implementação do ajuste fiscal”, mostrando que o apoio ao governo diminuiria. (GIAMBIAGI et. al., 2000, p. 183)

Na opinião de Giambiagi et. al., (2000, p. 183), a combinação desses episódios

[...] foi inicialmente muito negativa para o Brasil, que foi julgado repetindo os piores vícios do passado. A imagem de um país que, depois de tomar o dinheiro do FMI, não cumpria os seus compromissos dava ‘calote’ nas suas dívidas, que tanto marcara o Brasil no passado, voltou a dominar a avaliação dos analistas estrangeiros.

“Tudo desembocou, no começo de 1999, num quadro político mais complicado, em especial para se implantar medidas duras e impopulares reclamadas pelo FMI e pelo capital financeiro internacional” (FILGUEIRAS, 2003, p. 186).

A despeito das crises internacionais, problemas internos acabaram determinando a mudança do regime cambial, do fixo (durante todo o primeiro mandato) para o flutuante, logo nos primeiros dias do segundo mandato.

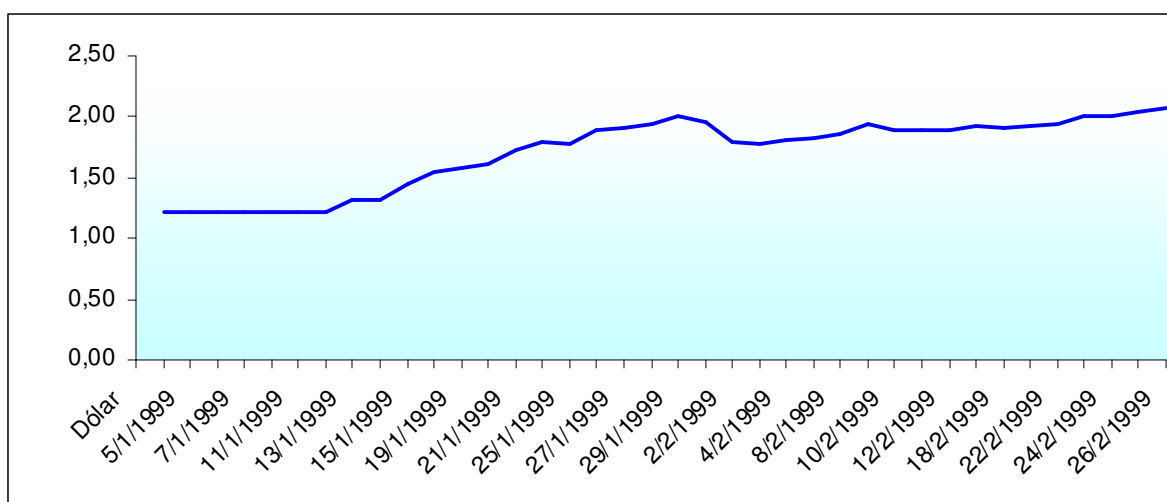
É irônico observar que, após ter sobrevivido a vários episódios de crise financeira internacional, inclusive com o apoio de organismos internacionais, como o FMI, o câmbio tenha colapsado por problemas domésticos, após o anúncio da moratória da dívida do governo de Minas Gerais. (HILLBRECHT, 1999, p. 255)

Assim, no dia 13 de janeiro, foi anunciada a mudança da banda cambial para R\$ 1,32, simultaneamente à demissão do presidente do Banco Central. No dia seguinte, nova mudança na banda desvalorizava o Real em 8,2% e deixava claro que fortes ataques especulativos continuavam a ameaçar a estabilidade da moeda brasileira.

O Banco Central ainda tentou defender o valor do Real durante dois dias, intervindo no mercado de câmbio, com a venda de elevados montantes de dólares, mas a saída de capitais continuou a ocorrer, em valores ainda mais elevados do que antes da mudança da banda – US\$ 1,057 bilhão, no dia 13, e US\$ 1,784 bilhão, no dia 14 -, ameaçando aproximar o nível de reservas do limite mínimo, de US\$ 20 bilhões, acordado com o FMI. (FILGUEIRAS, 2003, p. 188)

Foi devido a essa grande instabilidade que o governo finalmente mudou a política cambial, deixando o câmbio flutuar livremente. “[...] O Governo foi compelido pelas circunstâncias a deixar o câmbio flutuar em 15 de janeiro de 1999, o que, na prática, representou uma maxidesvalorização” (GIAMBIAGI et. al., 2000, p. 183).

Daí em diante, as desvalorizações do Real seriam definidas pelo mercado. A figura 12 mostra a rápida desvalorização do Real que se seguiu à mudança do regime cambial, quando a cotação do dólar estava em R\$ 1,47, atingindo, no dia 29 de janeiro de 1999, R\$ 1,98. Até este dia, “o país já havia perdido US\$ 8 bilhões e suas reservas líquidas já tinham se reduzido para US\$ 27 bilhões [...]” e “[...] o real já acumulava uma desvalorização de 39%”, apenas duas semanas após o alargamento da banda cambial. (FILGUEIRAS, 2003, p. 189)



Fonte: Banco Central do Brasil

Figura 12: Comportamento da taxa de câmbio entre janeiro e fevereiro de 1999

Na opinião de Luiz Filgueiras (2003, p. 187), a autoridade monetária deixou passar “[...] momentos mais favoráveis para efetuar a desvalorização cambial – quando da posse de reservas mais elevadas e com um ambiente internacional relativamente menos instável [...]”.

Essa desvalorização desencadeou um aumento das pressões inflacionárias derivado de segmentos da cadeia produtiva que procuraram se defender, dolarizando seus preços. Além disso, a crise cambial fez com que o acordo com o FMI tivesse que ser revisto em suas metas. Definidas no dia 8 de março, as novas metas admitiam uma maior inflação mas também cobravam um maior superávit primário das contas governamentais, ou seja, um significativo ajuste fiscal.

Com a decretação de novas facilidades para a entrada do capital estrangeiro de curto prazo e com a elevação da taxa de juros para 45% ao ano, a cotação do dólar, depois de atingir o teto de R\$ 2,16, no dia 3 de março, despencou rapidamente, chegando ao final desse mês, a R\$ 1,72 [...]. (FILGUEIRAS, 2003, p. 192)

Conforme o Boletim do Banco Central (1999, p. 9-10), essas medidas mostraram resultados ainda no mês de março, com o “arrefecimento da trajetória da inflação, a recuperação dos influxos de divisas e o menor grau de volatilidade na taxa de câmbio” e em abril, com “a efetiva reversão de expectativas desfavoráveis em relação ao desempenho macroeconômico da economia brasileira”.

Adicionalmente, no início, promoveu-se o aperfeiçoamento da política monetária, com a extinção da faixa de flutuação para a taxa de juros, delimitada pelos níveis da Taxa Básica do Banco Central (TBC) e da Taxa de Assistência do Banco Central (Tban), e a fixação da meta para a taxa de juros Selic e seu eventual viés como instrumentos de política monetária. No novo arcabouço operacional, a autoridade monetária retomou a sistemática de adequação diária da liquidez bancária por meio de operações de mercado aberto, realizando intervenções consistentes com a meta para a taxa Selic definida pelo Comitê de Política Monetária do Banco Central. (BACEN, 1999, p. 9)

A taxa de câmbio

continuou caindo em abril (no dia 5, fechou em R\$ 1,72) e chegou a R\$ 1,65, no dia 10 de maio. A partir daí, passou a subir novamente – influenciada pelas dificuldades enfrentadas pela Argentina no seu balanço de pagamentos -, atingindo R\$ 1,79, na terceira semana de junho, e R\$ 1,77, no fim desse mês, e com tendência de alta para o segundo semestre, em virtude de vencimentos de obrigações internacionais das empresas brasileiras, das eleições presidenciais argentinas e da incerteza quanto à elevação da taxa de juros americana. (FILGUEIRAS, 2003, p. 195)

A partir de junho, o governo passou a adotar a sistemática de metas para a inflação como diretriz para a política monetária, definindo para 1999, uma meta de 8%, admitindo um intervalo de tolerância de dois pontos percentuais para cima ou para baixo.

O sistema de metas para inflação, instituído no Brasil pelo Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999, caracteriza-se pelo estabelecimento formal de metas e intervalos de tolerância para as taxas de inflação, em horizontes de tempo determinados. Cabe à autoridade monetária executar políticas necessárias ao cumprimento das metas estabelecidas para o período. (BACEN, 1999, p. 37)

Com esse decreto, o Banco Central fica obrigado a “divulgar Relatório de Inflação trimestral, abordando o desempenho da economia, o papel da política monetária e a avaliação

prospectiva da inflação”. Deverá, ainda, publicar as atas das reuniões do COPOM com as linhas gerais da política monetária e a meta da taxa de juros básica. A legislação também explicita o compromisso com as metas para a inflação e, “[..] caso não sejam cumpridas, o Banco Central deve divulgar as razões do descumprimento, as providências para o retorno aos limites estabelecidos e o prazo esperado para que elas tenham efeito”. (CARVALHEIRO, 2002, p. 15)

Dado o retorno do capital especulativo (e a conseqüente reversão da taxa de câmbio), a posterior flexibilização da política monetária (com a taxa de juros em queda) e a obtenção de elevados superávits primários (em virtude do forte ajuste fiscal), “no fim do primeiro semestre, foram dissipadas as previsões mais pessimistas sobre o comportamento da economia, bem como esgotaram-se os efeitos diretos da desvalorização cambial sobre os índices de preços”. (BACEN, 1999, p. 36)

Embora já houvesse, uma evolução favorável dos principais indicadores macroeconômicos – taxa de juros, inflação e câmbio em constante queda -,

no segundo semestre, a autoridade monetária imprimiu um ritmo de redução mais lento da meta para a taxa básica de juros. Essa postura, de natureza preventiva, procurou evitar que incertezas decorrentes de instabilidades conjunturais, advindas de pressões e de indefinições acerca do cenário internacional, pudessem vir a comprometer o cumprimento das metas para a inflação. (BACEN, 1999, p. 44-45)

Mais especificamente, essa cautela foi em função da tendência de alta que havia para a segunda metade do ano, decorrente não só das incertezas quanto às eleições na Argentina e quanto às taxas de juros dos Estados Unidos, mas também da evolução contínua das cotações do petróleo (e majoração dos preços de seus derivados).

As medidas da política econômica, adotadas a partir daí, deveriam visar a meta definida para a inflação.

A partir da crise cambial de janeiro de 1999, a política antiinflacionária teve de deslocar seu eixo da âncora cambial para as políticas fiscal e monetária. Desse modo, perseguir determinada meta de inflação, estabelecida e anunciada previamente, e implementar reiterados ajustes fiscais – através da obtenção de sucessivos e crescentes superávits fiscais primários, sempre acima de 3% do PIB – passaram a ser os objetivos centrais da política econômica. (FILGUEIRAS, 2003, p. 250)

Na parte fiscal, contribuindo com os objetivos da política monetária, o governo adotou medidas visando o aumento das receitas e a efetiva redução das despesas. Dentre as principais

medidas, destacaram-se: no lado das receitas, o restabelecimento da cobrança da CPMF (a partir de junho) e o aumento das alíquotas da CSLL, Cofins e IOF; no lado das despesas, suspensão de concursos públicos, nomeações, reajustes aos servidores e adicionais por tempo de serviço.

Relativamente ao desempenho fiscal, a determinação do governo na promoção do ajuste do setor público concorreu para a recomposição das expectativas e o retorno ao quadro de normalidade dos fluxos de capitais, tendo sido obtidos expressivos superávits primários ao longo do ano. (BACEN, 1999, p. 11-12)

Segundo a revista Conjuntura Econômica (jan/2000, p. 13), de janeiro a setembro o país já havia alcançado um superávit primário de R\$ 30,6 bilhões e, portanto, superior ao acordado com o FMI para o ano todo.

“De fato, o país viveu então, pela primeira vez em praticamente três décadas, um quadro de rigor fiscal como não se via desde a experiência do PAEG de 1964/1967” (GIAMBIAGI et. al., 2000, p. 181).

Ao atingir as metas para o superávit fiscal primário em 1999, e ao criar todas as condições para atingi-las em 2000, o governo está garantindo ao Banco Central o suporte fiscal suficiente para que a política monetária possa desempenhar seu papel no controle da inflação. (CONJUNTURA ECONÔMICA, mar/2000, p. 21)

Este ano ficou marcado não só pela mudança de regime cambial, mas também pela intensificação da política fiscal – aumento das receitas, redução das despesas e obtenção de superávits primários - e a retomada do crescimento. Mas cabe frisar, “para manter o potencial de crescimento da economia a longo prazo é fundamental a manutenção da estabilidade monetária. Esta, por sua vez, depende de um regime fiscal sustentável que mantenha sob controle a razão dívida líquida do setor público/PIB”. (CONJUNTURA ECONÔMICA, nov/2000, p. 7)

O ano de 2000 deu continuidade às tendências demonstradas a partir de meados do ano anterior, ou seja, foram mantidas as quedas da inflação e do câmbio, a obtenção dos superávits primários, a retomada do crescimento econômico com o PIB subindo 4,4% (a melhor taxa desde a estabilização da economia em 1994) e a aprovação de reformas estruturais importantes, como o fator previdenciário e a Lei de Responsabilidade Fiscal, buscando o equilíbrio fiscal no longo prazo e apontando para um desenvolvimento sustentado.

A retomada é sustentável na medida em que a continuidade da austeridade fiscal com a obtenção de expressivos superávits primários abre espaço para o relaxamento da política monetária que, apesar de cautelosa na redução das taxas básicas de juros, começa a mostrar resultados nas taxas de juros na ponta. (IPEA, n° 49, p. 3)

No primeiro trimestre, conforme o Boletim Conjuntural do IPEA (n° 49, p. 4-5), a taxa básica foi mantida constante, os compulsórios sobre depósitos à vista foram reduzidos novamente em março (65% para 55%), houve melhora nas condições de crédito com reflexos nos investimentos, a balança comercial apresentou um superávit de US\$ 26 milhões, o balanço de pagamentos com evolução amplamente favorável (reservas aumentando US\$ 3,1 bilhões e taxa de câmbio em queda), o ajustamento fiscal foi mantido e superou a meta fixada com o FMI para os três primeiros meses do ano. Uma conjunção de fatores positivos com destaque para o aumento cíclico da arrecadação de ICMS impulsionado pelo crescimento econômico.

Para o IPEA (n° 49, p. 6), incertezas presentes no contexto internacional, como as oscilações das bolsas de valores norte-americanas, exigiam “cautela na redução dos juros”, mas “a acomodação da inflação” abria “perspectivas mais favoráveis para a política monetária”.

Corroborando essa tendência, o Congresso aprovou em maio, a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF).

A lei representou apenas um primeiro passo na definição de um marco institucional mais rígido, que evite desmandos na administração pública; e não teve efeitos imediatos de caixa. Entretanto, por outro lado, ela foi considerada um avanço importante para um controle duradouro das contas fiscais, constituindo, nesse sentido, uma mudança estrutural favorável para o equilíbrio fiscal. (GIAMBIAGI et. al., 2000, p. 194)

Em síntese, a LRF “representa uma série de diretrizes gerais que devem balizar as autoridades, na administração das finanças públicas dos níveis central, estadual e municipal”, estabelecendo tetos para gastos com pessoal, limitando o endividamento público, vedando os refinanciamentos ou postergação de dívidas entre entes da federação, e etc. (GIAMBIAGI et. al., 2000, p. 194)

A melhora do ambiente externo no segundo trimestre teve reflexo imediato na postura até então cautelosa da autoridade monetária brasileira. A taxa de juros, que se manteve estável de agosto/1999 a maio/2000 - oscilando entre 19,50% e 18,50%, iniciou trajetória declinante em junho, chegando a 16,51% em setembro.

Na análise do IPEA (nº 50, p. 6-8), “ao final de junho, o único elemento mais forte de incertezas no cenário externo era o preço do petróleo no mercado internacional”. Apesar dos “reajustes com impacto expressivo, como o dos combustíveis no início de março e o do salário mínimo em abril”, a inflação, “influenciada por baixas nos preços dos alimentos derivadas de uma boa safra”, apresentou, desde fevereiro, desempenho favorável melhor que o esperado, “a atividade econômica manteve-se relativamente aquecida por todo o semestre [...] e a taxa de câmbio encerrou o semestre praticamente estável”.

Em agosto, nova onda de instabilidades externas interrompeu a trajetória da taxa de juros, que havia baixado dois pontos percentuais nos dois meses anteriores. As turbulências foram provocadas pela volatilidade das bolsas de valores, desaceleração na economia norte-americana, desvalorização do euro, nova alta nos preços do petróleo e o agravamento da crise na Argentina.

“Nesse contexto de incertezas, a política monetária adotou postura mais cautelosa, mantendo a taxa de juros em 16,5% a.a. desde agosto, após reduções sucessivas em junho e julho” (IPEA, nº 51, p. 5).

E, ressalta o IPEA (nº 51, p. 6), “o ritmo da atividade econômica, contudo, não foi afetado pelas incertezas”. A manutenção “[...] do crescimento ao longo de 2000 foi dada pela expansão do consumo privado [...]” que, por sua vez, foi “oxigenado” principalmente pela “expansão do crédito por parte do sistema financeiro, em que os empréstimos às pessoas físicas cresceram 15% entre maio e setembro (empréstimos para aquisição de bens cresceram 46% e para aquisição de veículos, 50%)”.

O bom desempenho alcançado no ano foi possibilitado pela intensificação do ajuste fiscal e pela solidificação dos regimes adotados em 1999 – metas de inflação e câmbio flutuante.

Esse tripé permitiu amortecer choques externos e internos sem sacrificar a retomada do crescimento ou o controle da inflação. [...] Apesar da instabilidade financeira nos Estados Unidos, do aumento nos preços do petróleo e da crise na Argentina, a economia brasileira cresceu mais de 4% em 2000, com queda significativa no desemprego e com a taxa de inflação abaixo da meta de 6%. (IPEA, nº 52, p. 5)

No âmbito fiscal, o governo cumpriu sistematicamente todas as metas de superávit fiscal estabelecidas para os quatro trimestres do ano, e com folgas. “O setor público teve uma performance fiscal excelente em 2000, ultrapassando a meta de superávit primário de R\$ 36

bilhões acordada com o FMI, tendo atingido um superávit de R\$ 38 bilhões – R\$ 7 bilhões a acima do resultado de 1999” (Conjuntura Econômica, mar/2001, p. 16).

Mas a rápida deterioração do cenário internacional com a desaceleração da economia norte-americana, a estagnação econômica do Japão e especialmente o agravamento da crise na vizinha Argentina em fevereiro, “tiveram reflexos imediatos sobre projeções dos fluxos de capital para economias emergentes” frustrando as expectativas de “[...] continuidade de forte crescimento em clima de estabilidade macroeconômica” em 2001. (IPEA, nº 53, p. 5)

O impacto sobre a economia brasileira foi significativo: o real acumulou depreciação de 12% até abril; a inflação subiu 1,4% no primeiro trimestre; e a taxa de juros aumentou 1% entre março e abril.

No entanto, “a atividade econômica manteve-se em patamar elevado no primeiro trimestre” de 2001. (IPEA, nº 53, p. 6)

Somente em maio, contudo, um problema interno comprometeria diretamente os bons resultados da atividade econômica. A crise da energia, junto às instabilidades externas já citadas, exigiria alguma mudança na condução da política monetária.

A taxa de câmbio mais do que dobrou entre o primeiro e o segundo trimestre. Além disso, a combinação do aquecimento da economia interna (estimulando importações) com a desaceleração da economia externa (restringindo as exportações) produzia uma crescente “deterioração do déficit de conta corrente precisamente num momento em que as condições de financiamento externo tornavam-se mais problemáticas, inclusive com a retração dos investimentos externos diretos”. (IPEA, nº 54, p. 6)

O Copom elevou a taxa de juros básica em 3,75 pontos percentuais entre fevereiro e junho, visando reverter as pressões cambiais. Mas, diante da manutenção dessas pressões, a partir de julho o governo resolveu mudar sua postura sobre o câmbio:

Até então, o Banco Central só havia intervindo diretamente em duas oportunidades, em março e em maio, para influenciar a taxa de câmbio. [...] O Bacen passaria a intervir diretamente em volumes equivalentes a US\$ 50 milhões de modo a alcançar, até o final do ano, os US\$ 6 bilhões que haviam sido anunciados anteriormente como recursos disponíveis para ‘irrigar’ o mercado. (IPEA, nº 54, p. 37)

O objetivo desse novo arranjo era, segundo o IPEA (nº 54, p. 37-38), “suprir o mercado com os recursos necessários ao financiamento externo” e evitar “especulações em

torno de uma meta do Banco Central para a própria taxa de câmbio, já que as intervenções” ocorreriam independentemente da evolução do câmbio.

Nesse momento a inflação também desviava da meta estabelecida de 4% ao ano e o Banco Central passou a “aceitar uma inflação mais próxima do limite superior do intervalo em torno do ponto central”, ou seja, começou a trabalhar com a possibilidade de uma taxa em torno de 6% ao ano. Diante desse quadro, o Copom novamente elevou a taxa de juros em junho. (IPEA, nº 54, p. 38-39)

A manutenção da taxa nominal de juros em torno dos 19% durante todo o segundo semestre, indicava o aperto da política monetária em resposta ao cenário externo que já vinha desfavorável desde março e que se agravaria com os atentados de 11 de setembro nos EUA.

Os atentados terroristas aumentaram incertezas e a aversão ao risco dos investidores internacionais num contexto em que a desaceleração da economia mundial já tornava vulneráveis os países emergentes com déficits externos, [...] e vieram exacerbar as pressões sobre a taxa de câmbio, que atingiu R\$ 2,80/US\$ em 21 de setembro, com desvalorização de 43% desde o início do ano. (IPEA, nº 55, p. 6-8)

Esse quadro só começaria a ser revertido no final de outubro, com a taxa de câmbio atingindo, “na segunda semana de novembro”, a taxa de “R\$ 2,53/US\$, seu nível mais baixo desde 23 de agosto”. (IPEA, nº 55, p. 8)

No ambiente doméstico, há uma mudança positiva na balança comercial, apresentando superávits a partir de julho e se acentuando nos meses de setembro e outubro. A crise da energia e a desvalorização cambial provocaram uma contração da demanda interna que, de acordo com o IPEA (nº 55, p. 8), se refletiu em queda nas importações. “A maior parte da melhora na balança comercial veio das importações que, em função da desvalorização cambial e contração da demanda doméstica, caíram 11,5% em termos dessazonalizados, no trimestre que se encerra em outubro”.

Embora o objetivo último da política monetária seja atingir a meta de inflação, foram as pressões sobre o câmbio que determinaram a atuação do Banco Central (Bacen) no período. O principal instrumento de intervenção foi a colocação líquida de títulos cambiais que, entre 11 de setembro e 11 de outubro, alcançaram R\$ 23,4 bilhões. Além disso, medidas regulatórias que reduziram o escopo dos bancos nas operações cambiais e a continuidade das intervenções diárias de irrigação do mercado, em montante de aproximadamente US\$ 50 milhões/dia, como parte do esforço de suprir o mercado num total de US\$ 6 bilhões no ano, também contribuíram para conter o ímpeto da depreciação cambial. (IPEA, nº 55, p. 25-26)

A partir do final de outubro houve uma reversão na trajetória de depreciação do real.

No âmbito fiscal, os resultados obtidos também contribuíram para a melhora do ambiente macroeconômico. Apesar da desaceleração da atividade econômica, o desempenho da arrecadação se constituiu num componente importante para que as metas com o FMI fossem novamente cumpridas, e com folgas. Vale ressaltar a contribuição do aumento da alíquota da CPMF, a partir de março, nos resultados da arrecadação em 2001.

O desempenho da política fiscal em 2001 foi excepcional do ponto de vista do resultado primário, tanto em nível federal quanto de estados e municípios. O superávit de 3,75% do PIB superou em 0,2% o obtido em 2000 e em R\$ 3,5 bilhões a meta definida no novo acordo com o FMI, em vigor desde setembro. [...] Parte desse resultado pode ser atribuída ao excelente desempenho da arrecadação e parte à melhora de 0,3% do PIB no resultado primário de estados e municípios. (IPEA, nº 56, p. 39)

A exemplo do ano anterior, 2002 começou sob condições favoráveis, com a taxa Selic declinando nos meses de fevereiro e março.

No trimestre, o impacto das operações do setor externo foi praticamente nulo, refletindo uma relativa estabilidade no mercado de câmbio. [...] O total das operações de crédito no sistema financeiro, incluindo recursos livres e recursos direcionados, manteve-se praticamente estável no trimestre [...]. (IPEA, nº 57, p. 33)

Mas em março, a iminente guerra do Iraque e um novo choque nos preços internacionais do petróleo começaram uma rápida mudança nesse ambiente. “A política monetária a partir de abril defrontou-se com condições extremamente adversas no que se refere ao cumprimento das metas de inflação e à condução da política de mercado aberto com títulos públicos” (IPEA, nº 58, p. 37).

O Banco Central ainda tentou flexibilizar a política de metas de inflação: elevando a própria meta a ser perseguida e aumentando o horizonte de tempo (extrapolando o ano calendário). A “meta de inflação [...] passou para o intervalo entre 4% e 4,5%, em vez do ponto central de 3,5% estabelecido para o ano”, desde que as projeções para 2003 se mantivessem “em torno do ponto central da meta estabelecida para aquele ano, de 3,25%”. (IPEA, nº 57, p. 31)

Entretanto, em meados de abril a volatilidade voltou a abalar o mercado. De acordo com o IPEA (nº 57, p. 32), “incertezas em relação às eleições, o aumento da inflação, a interrupção da queda dos juros e as tensões no plano fiscal, associadas à demora na aprovação

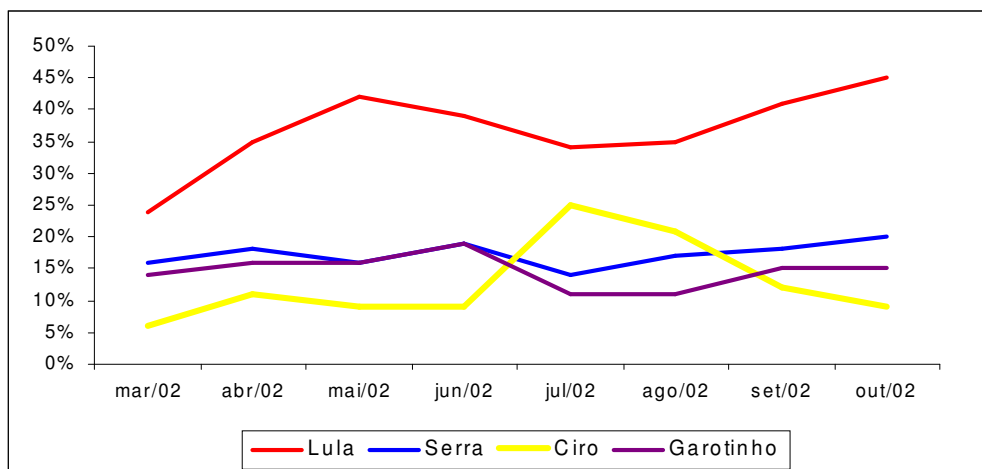
da prorrogação da CPMF, contribuíram para esse quadro”. A posterior elevação das taxas de juros, do câmbio e do risco-Brasil, confirmaram o aumento da incerteza.

No mês de junho, o Bacen “recalibrou o ponto central da meta de 2002 para 4,9% [...], mas sem alterar o intervalo de tolerância, que permaneceu entre 1,5% e 5,5%,” e flexibilizou também as metas para 2003 e 2004. Essas mudanças nos “parâmetros que orientam a política monetária abriram espaço para que em julho o Banco Central voltasse a reduzir a taxa Selic, de 18,5% para 18% a.a.[...]”. (IPEA, n° 58, p. 37)

A maior dificuldade enfrentada pela autoridade monetária, apontada pelo IPEA (n° 58, p.38), “foi a crescente rejeição aos títulos públicos federais diante das incertezas do processo eleitoral e da antecipação da exigência de marcação a mercado das carteiras de títulos públicos dos fundos de investimento em renda fixa”.

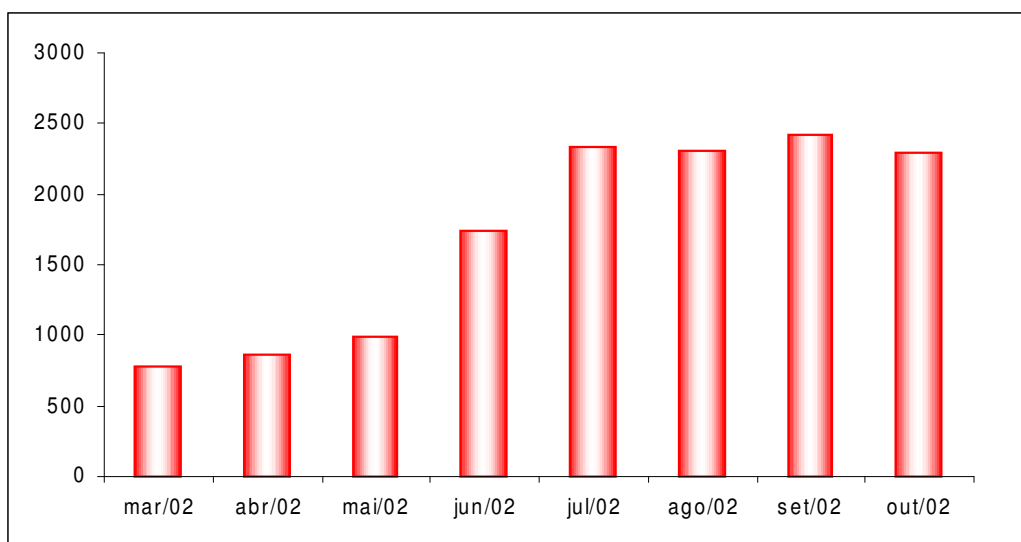
À medida que as eleições se aproximavam e a vitória de um candidato da esquerda – Luís Inácio Lula da Silva do PT - se tornava iminente, as incertezas em relação ao novo governo federal aumentavam a instabilidade do mercado financeiro, embora o futuro presidente do Brasil procurasse tranquilizar os agentes econômicos reafirmando seu respeito aos compromissos firmados pelo governo FHC.

Feita a partir de dados do Ibope, a figura 13 mostra que Lula liderou a preferência do eleitorado desde o início da campanha. Na figura 14, a evolução do risco-Brasil à medida que a vitória do candidato do PT ia se consolidando.



Fonte: O Estadão

Figura 13: Pesquisas de intenção de votos durante o processo eleitoral de 2002



Fonte: Portal Brasil

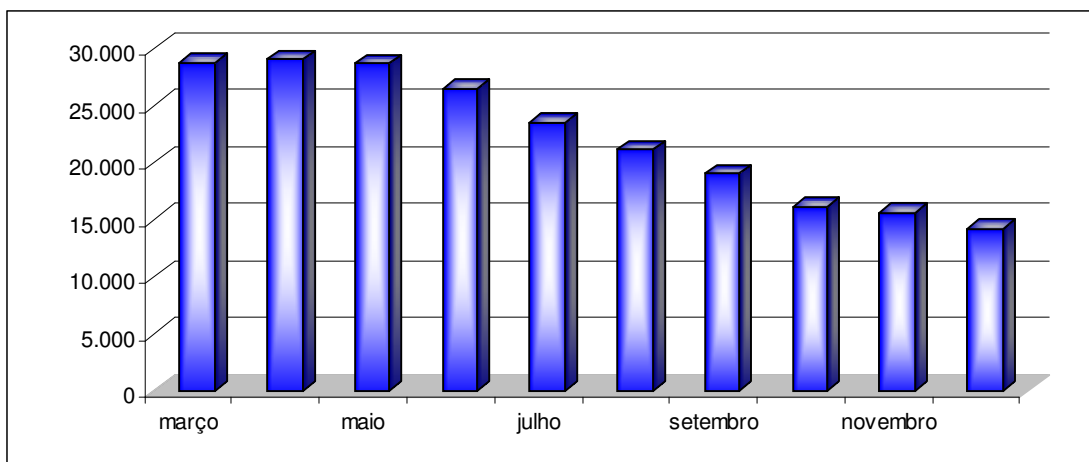
Figura 14: Evolução da taxa do Risco-Brasil durante o processo eleitoral de 2002

Em reunião extraordinária em 14 de outubro o Comitê de Política Monetária (Copom) elevou a taxa de juros de 18% a.a. para 21% a.a. A decisão ocorreu pouco mais de uma semana antes da reunião mensal ordinária do Copom, e suscitou muita discussão em torno das razões que teriam levado o Banco Central a antecipar a decisão de elevação dos juros. [...] O contexto era de forte instabilidade. O risco-país passava por intensa pressão e a taxa de câmbio nos 30 dias anteriores havia sofrido desvalorização superior a 25%, refletindo, entre outros fatores, as incertezas pré-eleitorais, a deterioração do cenário externo e a concentração de vencimentos de títulos indexados ao câmbio e de operações de *swap* cambial. (IPEA, nº 59, p. 41)

Essa postura, no entanto, não conseguiu reverter a deterioração das expectativas. Na reunião de novembro, novamente o Copom decide elevar a taxa Selic para 22% a.a.

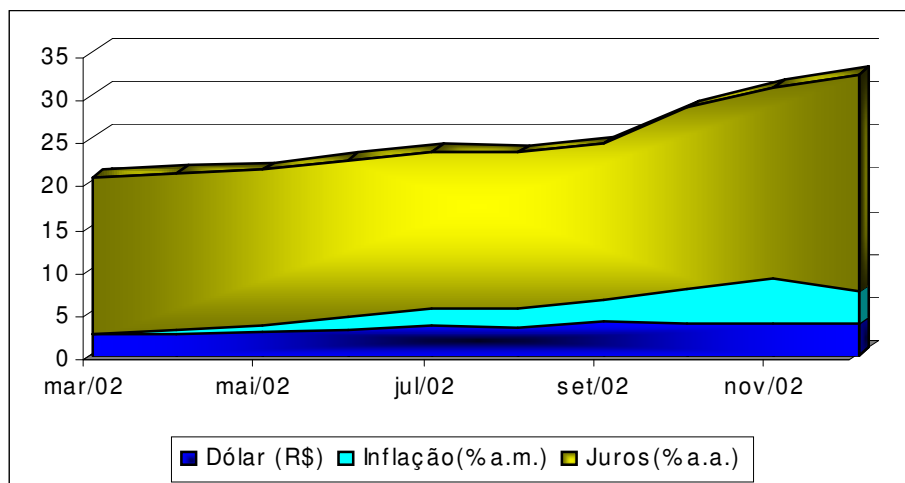
Confirmada a vitória de Lula, o presidente Fernando Henrique propôs antecipar o processo de transição, chamando a equipe econômica do novo governo para colocá-la em contato com a real situação da economia nacional. Apesar do processo de transmissão do governo se dar de forma tranqüila e sem sobressaltos, conforme o Boletim do IPEA (nº 60, p. 5), “a reversão das expectativas [...] veio de forma gradual”.

A figura 15 mostra a redução das reservas internacionais decorrente da fuga de capitais em virtude das incertezas durante o período eleitoral. A figura 16 mostra a elevação do câmbio provocada pela fuga de capitais, que pressiona a inflação e em resposta o Bacen eleva as taxas de juros para reverter o fluxo de capitais e conter a inflação. Os dados foram obtidos no site do Banco Central do Brasil.



Fonte: Banco Central do Brasil

Figura 15: Comportamento das reservas internacionais de março a dezembro de 2002



Fonte: Banco Central do Brasil

Figura 16: Comportamento das taxas de juros, inflação e câmbio, de março a dezembro de 2002

3.2 Governo Lula

Diante das fortes instabilidades geradas pelos desdobramentos do processo de transição política, as medidas econômicas do início do governo Lula buscaram primeiro tranquilizar o mercado e dissipar as expectativas de ruptura com o modelo adotado pelo governo anterior, reafirmando a promessa de “respeitar todos os contratos e compromissos do país estabelecidos pelo Governo FHC, inclusive o acordo com o FMI e as metas ali estipuladas, em especial os superávits fiscais primários”. (FILGUEIRAS, 2003, p. 262)

De acordo com Luiz Filgueiras (2003, p. 258), a vitória de Lula nas eleições de 2002, “expressou, sem nenhuma dúvida, a rejeição da grande maioria da população às políticas econômico-sociais implementadas pelos dois governos de Fernando Henrique Cardoso. [...] Também expressou [...] uma grande vontade de mudança [...]”.

Otávio Amorim Neto, em ensaio publicado na revista *Conjuntura Econômica* (abril/2003, p. 22), considerou a eleição de um líder sindical partidário de esquerda, “um evento sem precedente na história brasileira e augúrio de grandes mudanças na vida política nacional”.

Para Borges Neto (2003, p. 179), o texto aprovado no XII Encontro Nacional do PT (Recife, dez/2001), tinha, já no título, comprometimento com as mudanças: “o texto se abre com o título ‘A ruptura necessária’, caracterizando o programa defendido como ‘democrático popular’ e afirmando expressamente a necessidade de uma ‘ruptura global’ com o modelo existente”.

Entretanto, as primeiras ações político-econômicas do governo de Luís Inácio Lula da Silva não foram nesse sentido. Segundo o Boletim do IPEA (mar/2003, p. 5), “o novo governo, demonstrando na prática seu comprometimento com a estabilidade de preços, austeridade fiscal e o regime de câmbio flutuante, não vacilou em utilizar medidas amargas para conter as pressões inflacionárias e reverter o quadro de deterioração das expectativas”. As elevações do superávit primário de 3,75% para 4,25% do PIB, da taxa de juros de 25% para 25,5% (em janeiro) e 26,5% (em fevereiro) e dos compulsórios sobre depósitos à vista de 45% para 60% (em fevereiro), estavam entre as principais medidas.

Paralelamente, diante da magnitude do choque inflacionário do ano passado e do não cumprimento da meta de inflação de 2002, foram redefinidas as metas para 2003 e 2004, de 4% para 8,5% e de 3,75% para 5,5% respectivamente. [...] O principal desafio da política monetária passou a ser a reconquista da credibilidade. (IPEA, n° 60, p. 41)

De fato, essa postura dava continuidade ao processo de reversão gradual do quadro de incertezas gerado pelo processo eleitoral de 2002. O risco Brasil, que atingiu 2.425 pontos em setembro, oscilava em torno dos 900 pontos em abril de 2003.

O principal argumento da equipe da Fazenda para justificar suas políticas é a gravidade do quadro econômico no final de 2002, quando os primeiros passos do novo governo eleito teriam efeito direto sobre a economia e sobre as expectativas, o que tornaria indispensável ‘acalmar os mercados’ e ‘ganhar credibilidade’. (CARVALHO, 2003, p. 72)

Na visão de Leda Maria Paulani (2003, p. 22), uma “posição coerente, sem dúvida, visto que qualquer sinalização, por tênue que fosse, na direção de uma efetiva mudança, invertendo prioridades e dando primazia à recuperação do crescimento e do emprego, poria por terra essa tal ‘credibilidade’”.

Os resultados obtidos indicaram o acerto das medidas: o câmbio que atingiu quase R\$ 4,00/US\$ em setembro ficou abaixo dos R\$ 3,00/US\$ em abril/2003 e permaneceu assim até o final do ano; a inflação, que ficou muito acima da meta em 2002 e chegou a 3,39% a.m. em novembro, no mês de abril/2003 já estava abaixo de 1% a.m.; o risco-Brasil em meados de junho batia nos 685 pontos.

As causas dessa queda do risco país são conhecidas: a reafirmação da política monetária de manutenção de superávits primários elevados visando à redução da relação dívida-PIB, o compromisso com a estabilidade de preços, inclusive pelo aumento das taxas de juros nos primeiros dois meses do ano, e a mudança radical do déficit em conta-corrente, sinalizando a capacidade de ajuste da economia brasileira às mudanças no ambiente externo. (IPEA, n° 61, p. 39)

Num balanço dos primeiros 100 dias do novo governo, a matéria da revista Exame (edição 790, p. 26-27) de 23 de abril concluiu que “a maior obra do presidente Lula até agora foi debelar a crise de confiança”. E que o presidente, “ao abandonar as posições do passado e seguir as receitas de seu antecessor, [...] é aprovado mais pelo que deixou de fazer do que pelo que fez”.

“Nesse sentido, é compreensível certa mistura de perplexidade e frustração que os primeiros meses do governo Lula têm produzido entre os que muito acreditavam nas mudanças sociais efetivamente democrático-populares, e os que necessitam delas” (DE PAULA, 2003, p. 8).

Desde que assumiu, em janeiro de 2003, o governo Lula vem praticando uma política econômica de inclinação inequivocamente liberal, confirmando o que muitos esperavam; alguns com angústia, outros com alívio. Teses e argumentos incansavelmente defendidos ao longo dos oito anos de governo FHC, sempre criticados pelo Partido dos Trabalhadores, são agora afirmados pelo governo do PT com desconcertante naturalidade. (PAULANI, 2003, p. 19)

“Variadas, e nem sempre lúcidas, metáforas têm sido trazidas a público para explicar a necessidade do continuísmo da política econômica neoliberal, que, na prática, foi intensificada pelo atual governo” (DE PAULA, 2003, p. 13).

Quando perguntado sobre os fortes elementos de continuidade evidentes já nos primeiros anúncios da política econômica do governo Lula, o ministro da Fazenda, Antônio Palocci, respondeu com a conhecida frase sobre os inconvenientes de dar ‘cavalo de pau’ em transatlântico. A expressão soou muito tosca e simplória para quem esperava uma discussão séria das propostas para viabilizar a agenda que dera vitória à oposição. A política econômica do primeiro semestre de 2003 mostra que a Fazenda, com o apoio da direção do PT e do presidente da República, quer mesmo evitar manobras bruscas, e não apenas por considerá-las inconvenientes e arriscadas, mas também pela convicção de que o melhor caminho para retomar o crescimento e promover a ‘inclusão social’ é aprofundar as linhas mestras da política econômica do período FHC. Trata-se de manter o rumo do transatlântico, com pequenas correções de rota que permitam aumentar sua velocidade no mesmo rumo. (CARVALHO, 2003, p. 71)

Cláudia Turela (Conjuntura Econômica, julho/2003, p. 16) chama a atenção para “um efeito no mínimo curioso” que a atual política econômica tem provocado: “economistas do partido do governo contra a política adotada pela equipe econômica e muitos críticos das propostas do PT apóiam os rumos traçados pelo ministro Palocci e companhia”.

As divergências sobre a política econômica adotada marcaram presença, inclusive no mais alto-escalão do governo. O vice-presidente José de Alencar não poupou críticas, questionando não só as ações de Palocci e sua trupe, como também a autonomia dada ao Banco Central. “Tudo o que foi feito até agora [para baixar os juros] está dando errado”. Para ele, a decisão não podia mais ser “econômica, e sim política”. Participando de uma reunião do G-8 em Genebra, o Presidente Lula respondeu reafirmando sua confiança na equipe econômica: “não se baixa juros com bravatas”. (CONJUNTURA ECONÔMICA, jun/2003, p. 10)

Essas observações não desmerecem os efeitos da consistência da política econômica interna – o saldo primário recorde, a firme aderência ao regime das metas de inflação e o câmbio flutuante, tripé agora complementado pelo envio das propostas de reforma pelo Executivo ao Congresso Nacional. Foi precisamente esse conjunto de decisões corretas de política econômica interna que potencializou as oportunidades disponíveis no mercado externo. (CONJUNTURA ECONÔMICA, junho/2003, p. 11)

Econômicas ou políticas, o fato é que foram essas decisões que começaram a reduzir a taxa de câmbio, baixar o risco-país e retomar o fluxo de capital externo, favorecendo a queda da inflação e dos juros. Também permitiram “atingir, no quinto mês do ano, a meta de saldo da balança comercial para todo o ano de 2003”. (CONJUNTURA ECONÔMICA, junho/2003, p. 11)

Restabelecida a confiança dos investidores com a reafirmação da austeridade da política econômica do novo governo, a situação inverteu-se. O ‘risco Brasil’ já caiu mais de 1.600 pontos-base em resposta ao aumento da disponibilidade de financiamento externo, boa parte da qual sob a forma de capitais de curto prazo que ingressaram no país para arbitrar o diferencial de juros. São esses capitais que estão valorizando o câmbio. (CONJUNTURA ECONÔMICA, maio/2003, p. 11)

Neste contexto, de acordo com o boletim do Bacen (2003, p. 52), foi possível ao Banco Central iniciar o “processo de flexibilização da política monetária, promovendo reduções na meta para a taxa Selic em sete reuniões consecutivas do Copom”. De fevereiro a dezembro, a taxa caiu de 26,5% para 16,5% a.a.

No final do primeiro semestre de 2003, conforme o mesmo boletim (p. 17), “quando consolidava-se a superação do episódio inflacionário e dissipavam-se as incertezas relativas à condução da política econômica, iniciou-se o processo de recuperação do nível de atividade”.

Além da redução contínua das taxas de juros ao longo de todo o segundo semestre, “foram implementadas medidas para ampliar e facilitar o acesso da população ao crédito e reduzir o *spread* bancário, destacando-se as operações de microcrédito, de aprimoramento das cooperativas de crédito e de empréstimos consignados em folha de pagamento”. (BACEN, 2003, p. 64)

Adicionalmente, em agosto, “o Banco Central reduziu de 60% para 45% a alíquota do recolhimento não-remunerado sobre depósitos à vista que havia sido aumentada em setembro de 2002”. (IPEA, n° 62, p. 39)

Na parte fiscal, resultados importantes vieram no último mês do ano. No dia 19 de dezembro, foram promulgadas pelo Congresso Nacional,

as emendas constitucionais 41 e 42 que implementaram, respectivamente, a reforma da Previdência Social e alterações na legislação do Sistema Tributário Nacional. Os dois projetos, encaminhados à apreciação do Legislativo em abril, constituíam os principais pontos da agenda fiscal do governo federal para o exercício de 2003. (BACEN, 2003, p. 87)

Conforme o boletim do Bacen (2003, p. 87), o sentido das reformas era “tornar o sistema previdenciário mais equânime, além de socialmente mais justo e viável em termos financeiros e atuariais”.

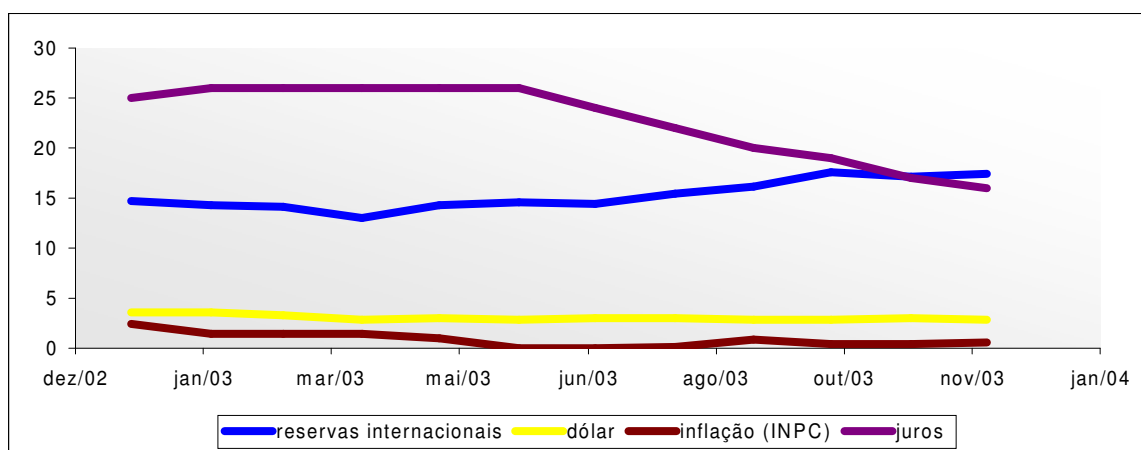
Embora seus efeitos diretos só pudessem ser sentidos em 2004, com a entrada em vigor das Emendas, a aprovação dessas reformas (previdenciária e tributária) combinada com a manutenção da austeridade fiscal; novo acordo com o FMI; quedas nas taxas de câmbio,

risco-país e inflação; e melhora no cenário externo (recuperação da Argentina e abertura do mercado chinês), permitiram relaxar o aperto monetário no segundo semestre e retomar a expansão da atividade econômica. “O saldo da balança comercial em 2003 superou todas as expectativas, principalmente pelo crescimento de 20% das exportações”. (IPEA, n° 63, p. 5-7)

De acordo com o boletim do Bacen (2003, p. 96), “o setor público não-financeiro registrou superávit primário de R\$ 66,2 bilhões, 4,37% do PIB, em 2003, [...] cumprindo-se a meta de 4,25% do PIB, fixada para o ano”.

Os resultados obtidos durante o primeiro ano do governo do PT mostraram, ao contrário dos discursos iniciais da campanha eleitoral, comprometimento com o sistema de metas de inflação e respeito aos acordos firmados pelo governo anterior.

“O primeiro ano do governo Lula foi marcado pelo comprometimento do governo federal com as metas fiscais”. Para o IPEA (boletim n° 63, p. 55-57), “o resultado fiscal em 2003 foi particularmente expressivo” se for levado em conta o “arrefecimento da atividade econômica” e a “queda e R\$ 8 bilhões nas receitas extraordinárias (vis-à-vis 2002)”. Essa queda na receita “em termos reais foi mais que compensada pela contração nos gastos do governo”.



Fonte: Banco Central do Brasil

Figura 17: Comportamento das reservas internacionais, câmbio, inflação e juros em 2003

A figura 17 feita a partir de dados obtidos nos sites do Banco Central e do IBGE, mostra que a medida em que o governo Lula foi conquistando credibilidade, conseguiu reverter o fluxo de capitais, estabilizar o câmbio abaixo dos R\$ 3,00/US\$, baixar a inflação para níveis próximos de zero e com isso, baixar as taxas de juros a partir do segundo semestre.

Mas, apesar da reversão das expectativas negativas e dos bons resultados (alguns até surpreendentes) obtidos em 2003, nas reuniões de janeiro e fevereiro de 2004, o Copom “decidiu pela manutenção da taxa básica de juros em 16,5% a.a., [...] em face da ameaça de a inflação do primeiro trimestre superar as projeções iniciais [...] [e] comprometer o cumprimento da meta central de inflação, medida pelo IPCA, de 5,5% em 2004”. (IPEA, n° 64, p. 45)

Nos meses de março e abril foram feitos cortes de 0,25 pontos percentuais na meta para a taxa Selic, mas uma nova onda de incertezas provocada pela expectativa de elevação das taxas de juros dos Estado Unidos, alta volatilidade dos preços do petróleo e dúvidas quanto a sustentabilidade da intensificação do nível de atividade interna, fez com que a autoridade monetária interrompesse a trajetória declinante da taxa de juros.

“A partir de maio a taxa de juros básica manteve-se inalterada em 16% a.a. por quatro meses” (Bacen, 2004, p. 45).

Em setembro, o Copom iniciou nova elevação gradual das taxas internas de juros com o intuito de conter pressões inflacionárias decorrentes do aumento da atividade econômica – as chamadas pressões de demanda. A meta para a taxa Selic foi elevada para 16,25% em setembro, 16,75% em outubro, 17,25% em novembro e 17,75% em dezembro, conforme dados do Banco Central.

“O Bacen reverteu a tendência acomodativa da política monetária e deu início a um ciclo de alta da taxa de juros – que havia ficado inalterada entre abril e agosto – elevando a taxa Selic de 16,25% em setembro para 17,25% em novembro”. (IPEA, n° 67, p. 45)

No âmbito fiscal, novamente foi superada a meta de superávit primário para o ano com os 4,6% do PIB alcançados em 2004. Conforme o IPEA (n° 68, p. 59), “o superávit ocorreu graças ao aumento da arrecadação em 2004 [...] basicamente em consequência das mudanças na sistemática de arrecadação da Cofins e do reaquecimento da economia”.

Entretanto, esse resultado poderia ter sido ainda mais expressivo já que “o aumento da carga tributária não foi integralmente revertido em elevação do superávit primário” devido ao aumento dos gastos do governo no mesmo período, sem, contudo, comprometer o alcance da meta. “A política fiscal do governo brasileiro em 2004, caracterizou-se pelo compromisso com as metas fiscais. Ainda que não se possa dizer que no ano se reproduziu a austeridade fiscal observada em 2003, a situação manteve-se sob controle” (IPEA, n° 68, p. 59-68).

4 CONCLUSÃO

4.1 Análise Comparativa

Para fazer uma comparação entre as políticas monetárias adotadas nos governos de FHC (2 mandatos) e Lula (2 primeiros anos), é necessário identificar suas principais características, bem como das características do contexto econômico e político do período em estudo para, a partir daí, apontar suas semelhanças e diferenças.

A política monetária do 1º mandato (1995-98) de Fernando Henrique Cardoso foi condicionada pelas bases em que foi implantado o Plano Real: âncora cambial, elevadas taxas de juros e ajuste fiscal.

Com a adoção do câmbio fixo (ou quase), a credibilidade da nova moeda nacional seria determinada pela capacidade do país pagar suas dívidas em dólares e do Bacen atender a demanda do mercado interno pela moeda norte-americana, dentro de taxas previamente anunciadas (em torno de 1/1), exigindo elevados níveis de reservas internacionais.

Entretanto, com o câmbio valorizado, esse nível de reservas teria que ser obtido através da poupança externa, já que a poupança interna não era suficiente e a política cambial adotada estimulava as importações (barateando o produto importado) e inibia as exportações (encarecendo o produto nacional), gerando enormes déficits na Balança Comercial e em Transações Correntes, na medida em que as importações superavam as exportações. Por outro lado, a importação era um importante aliado no combate à inflação, impedindo que crises de abastecimento se transformassem em pressões inflacionárias de oferta.

Esses déficits foram, então, financiados pelo capital internacional, atraído pelas altas taxas de juros e pelas facilidades criadas pela desregulamentação do fluxo de capitais. Contudo, esse capital não vinha para ficar, era um capital volátil, especulador, arisco, disposto a sair diante do menor sinal de instabilidade. Essa vulnerabilidade externa foi explicitada já nos primeiros dias do governo FHC, que assumiu sob o efeito tequila, a crise do México que provocou ataques especulativos ao Real no início de 1995, aos quais a autoridade monetária respondeu com forte elevação das taxas de juros – 46,14% a.a. em janeiro, 56,28% (fevereiro), 65,72% (março) e 85,42% em abril.

Adicionalmente, foram elevadas as taxas dos depósitos compulsórios (especialmente sobre os depósitos à vista) e tomadas diversas medidas de restrição ao crédito para impedir que o aumento do poder de compra gerado pela queda da inflação (e do imposto inflacionário) também se convertesse em pressão inflacionária, agora de demanda.

Essas medidas contracionistas começaram a ser flexibilizadas, lenta e gradualmente, a partir de maio e seguiram durante o ano de 1996, interrompidas no segundo semestre de 1997 por nova onda de ataques especulativos sobre o Real, provocada pela crise da Ásia e que novamente o Bacen respondeu com elevação das taxas de juros, com medidas que facilitaram ainda mais a entrada de capitais estrangeiros e com o “Pacote 51” (Medidas de Ajuste Fiscal e Competitividade composto de 51 itens que visavam a redução de despesas para 1998).

Em 1998, ano da reeleição de Fernando Henrique, uma nova crise internacional: a declaração de moratória pela Rússia em agosto provocou nos três meses seguintes uma fuga de capitais que reduziu em R\$ 30 bilhões as reservas brasileiras. A resposta foi praticamente a mesma das anteriores: elevação das taxas de juros em setembro complementada pelo acordo preventivo com o FMI em dezembro.

O início do segundo mandato do governo FHC foi marcado por importantes mudanças na política econômica: o colapso do regime cambial em janeiro, passando de câmbio fixo para flutuante resultando numa maxidesvalorização do Real, e a adoção do regime de metas de inflação em junho como diretriz para a política monetária.

Entretanto, a despeito das mudanças nos *diagnósticos*, os *remédios* continuaram os mesmos: elevação das taxas de juros e aumento das restrições ao crédito, justificados agora pela necessidade de conter pressões inflacionárias derivadas de segmentos da cadeia produtiva que procurassem se defender da desvalorização através da dolarização de seus preços.

O forte ajuste fiscal que permitiu a obtenção de elevados superávits se tornou um aliado importante da política monetária no segundo mandato, fazendo com que o governo cumprisse com folgas todos acordos firmados com o FMI, entre 1999 e 2001.

A reversão das expectativas desfavoráveis do início do ano, e a solidificação do ajuste fiscal, das metas de inflação e câmbio flutuante permitiram afrouxar um pouco a política monetária e a retomada do crescimento, que em 2000 foi superior aos 4% do PIB.

De acordo com o boletim do IPEA (nº 52, p. 5) “esse tripé permitiu amortecer choques externos e internos sem sacrificar a retomada do crescimento”. Entre os choques externos

destacaram-se a desaceleração na economia norte-americana, desvalorização do euro, alta nos preços do petróleo e crise na Argentina.

Mas em maio de 2001, uma crise de abastecimento de energia elétrica no Brasil exigiu novo aperto na política monetária, com o Copom elevando a taxa de juros para 19% a.a. e mantendo neste patamar por todo o segundo semestre.

Após a crise da energia, mais dois choques externos testariam os fundamentos da política econômica brasileira e fariam com que as taxas internas de juros se mantivessem elevadas: os atentados do 11 de setembro de 2001 nos EUA e a guerra do Iraque em março de 2002.

Entretanto, foi no processo eleitoral de 2002 que a autoridade econômica enfrentou a mais longa onda de instabilidades, iniciada com a ascensão de Lula nas pesquisas a partir de abril, seguindo com a confirmação de sua vitória em outubro e terminada somente em meados de 2003, após o governo petista ter assumido o governo e ter dado provas concretas de continuidade do modelo de seu antecessor.

As taxas de juros que ficaram em torno dos 18% durante todo o período eleitoral, foram elevadas em outubro, novembro e dezembro pelo governo FHC em virtude da confirmação da vitória de um partido – o PT - historicamente contrário ao modelo neoliberal determinado pelo Consenso de Washington, cobrado pelo FMI e seguido pelo governo brasileiro.

Em 2002, o governo obteve o mesmo êxito fiscal dos anos anteriores, mas não conseguiu cumprir a meta definida para a inflação em virtude das fortes pressões inflacionárias decorrentes da elevação cambial gerada pelo clima de incertezas na corrida eleitoral.

As primeiras medidas econômicas do governo Lula – elevação das taxas de juros e das metas para o superávit primário - no início de 2003, buscaram primeiro tranquilizar o mercado e dissipar as expectativas de ruptura com o modelo adotado pelo governo anterior, reafirmando a promessa de “respeitar todos os contratos e compromissos do país estabelecidos pelo Governo FHC, inclusive o acordo com o FMI e as metas ali estipuladas, em especial os superávits fiscais primários”. (FILGUEIRAS, 2003, p. 262)

De fato, essa postura dava continuidade ao processo de reversão gradual do quadro de incertezas gerado pelo processo eleitoral de 2002. Os resultados obtidos indicaram o acerto das medidas: câmbio, inflação e risco-país em queda.

Com a superação do período inflacionário e a recuperação da confiança, o Copom começou a flexibilizar as taxas de juros, que caíram de 26,5% a.a. em fevereiro para 16,5% em dezembro de 2003.

Além da redução contínua das taxas de juros ao longo de todo o segundo semestre, foram implementadas medidas para ampliar e facilitar o crédito e reduzidas as taxas dos compulsórios sobre depósitos à vista, 60% para 45%.

Na parte fiscal, em dezembro, foram promulgadas pelo Congresso Nacional, as reformas da Previdência e Fiscal, contribuindo para os excelentes resultados obtidos em 2004.

A manutenção da austeridade fiscal permitiu cumprir com folgas os acordos com o FMI e relaxar o aperto monetário no segundo semestre, retomando a expansão da atividade econômica.

Apesar da reversão das expectativas negativas e dos bons resultados de 2003, nas reuniões de janeiro e fevereiro de 2004, o Copom “decidiu pela manutenção da taxa básica e juros em 16,5% a.a., [...] em face da ameaça de a inflação do primeiro trimestre superar as projeções iniciais [...] [e] comprometer o cumprimento da meta central de inflação, medida pelo IPCA, de 5,5% em 2004”. (IPEA, nº 64, p. 45)

Nos meses de março e abril foram feitos cortes de 0,25 pontos percentuais na meta para a taxa Selic, mas uma nova onda de incertezas provocada pela expectativa de elevação das taxas de juros dos Estado Unidos, a alta volatilidade dos preços do petróleo e dúvidas “quanto a sustentabilidade da intensificação do nível de atividade” interna, fez com que a autoridade monetária interrompesse a trajetória declinante da taxa de juros. De maio a agosto a meta para taxa Selic foi mantida em 16%.

Em setembro, o Copom iniciou nova elevação gradual das taxas internas de juros com o intuito de conter pressões inflacionárias decorrentes do aumento da atividade econômica – as chamadas pressões de demanda. A meta para a taxa Selic foi elevada para 16,25% em setembro, 16,75% em outubro, 17,25% em novembro e 17,75% em dezembro, conforme dados do Banco Central.

No âmbito fiscal, novamente foi superada a meta de superávit primário para o ano com os 4,6% do PIB alcançados em 2004.

A condução da política monetária, bem como os resultados obtidos nos dois primeiros anos do governo Lula, ratificaram o compromisso do governo do PT com o regime de metas

de inflação, metas de superávit primário (ajuste fiscal) e câmbio flexível, evidências inequívocas de continuidade do segundo governo FHC.

4.2 Conclusão

O sucesso inicial do Plano Real no combate à inflação serviu de trampolim para lançar a candidatura do então senador Fernando Henrique Cardoso à Presidência da República e garantir-lhe a vitória, ainda no primeiro turno, nas eleições de outubro de 1994.

A posse do novo governo, em janeiro de 1995, se deu sob os efeitos nefastos da crise do México (dezembro/94 a março/95), desencadeando uma enorme fuga de capitais externos e colocando em dúvida a sustentabilidade do regime de câmbio fixo.

As ações da equipe econômica no primeiro trimestre de 1995 mostraram a disposição do governo em manter a âncora cambial e o controle da inflação. Elevando as taxas de juros e dos recolhimentos compulsórios e aumentando as restrições ao crédito, o Banco Central buscava não só reverter o fluxo de capitais externos, como também conter o crescimento da demanda.

Essas medidas de aperto monetário do início do governo, em que se destacou a elevação dos juros acabaram por se tornar a principal receita da autoridade monetária na manutenção da estabilidade do Real e da inflação, repetida com maior ou menor intensidade em todos os momentos que as instabilidades que se abateram sobre o primeiro governo Fernando Henrique ameaçavam se transformar em pressões cambiais e/ou pressões inflacionárias.

Apesar do êxito na manutenção da inflação, a redução das reservas internacionais a níveis perigosamente baixos fez com que o país pedisse socorro ao FMI, durante o período eleitoral em que FHC buscava a reeleição, no final de 1998.

Embora tivesse sobrevivido a diversas crises internacionais – México (1995), Tigres Asiáticos (1997) e Rússia (1998), durante o primeiro mandato, foi com o pedido de moratória do governo de Minas Gerais que culminou na mudança do câmbio fixo para o flutuante, logo nos primeiros dias do segundo governo Cardoso.

Essa mudança na política cambial representou uma maxidesvalorização do Real e o conseqüente aumento das pressões inflacionárias. A resposta da autoridade monetária se deu

nos mesmos moldes das anteriores: forte elevação dos juros, complementada por novas facilidades à entrada de capitais.

A adoção da sistemática de metas para a inflação em meados de 1999 marcou também a intensificação da política fiscal (aumento das receitas e controle das despesas do governo e obtenção de superávits primários).

Com esse conjunto de medidas, a melhora do cenário internacional e a obtenção das metas estabelecidas, houve uma significativa reversão das expectativas negativas sem impedir a retomada do crescimento ou comprometer o controle da inflação. Em 2000, a economia cresceu mais de 4%, a maior taxa de crescimento dos dois governos FHC.

Mas a rápida deterioração do cenário internacional em 2001 (desaceleração da economia dos EUA, estagnação econômica do Japão e a crise na Argentina) junto com a crise da energia no Brasil, fizeram com que a autoridade monetária retomasse a postura defensiva: elevação das taxas de juros de fevereiro à junho para 19% a.a. e manutenção nesse nível por todo o segundo semestre. Adicionalmente, o Banco Central passou a intervir diretamente sobre o câmbio, irrigando o mercado no sentido de reduzir as pressões inflacionárias daí decorrentes.

Apesar do excelente desempenho fiscal em 2001, cumprindo com folgas as metas acordadas com o FMI, as medidas trouxeram em contrapartida, a desaceleração da economia.

Em 2002, o choque nos preços internacionais do petróleo em março e a iminente eleição de Lula para Presidente da República desembocaram numa onda de incertezas que durou até meados de 2003. A resposta da equipe econômica era previsível: elevação das taxas de juros. Paralelamente, a política de metas para inflação foi revista por duas vezes, aumentando não só a meta a ser buscada como também o seu horizonte de tempo. Essa postura, entretanto, não conseguiu reverter as expectativas e pela primeira vez, desde 1999, a meta para a inflação não foi alcançada.

Buscando tranquilizar o mercado e dissipar as expectativas de ruptura com o modelo adotado pelo governo anterior, as principais medidas do início do governo Lula em 2003 foram: elevação da taxa de juros, da meta para o superávit primário e do compulsório sobre depósitos à vista.

O que a princípio poderia ser uma política transitória para acalmar o mercado, que de fato acalmou, passados dois anos de mandato e mantidas as bases do segundo governo FHC (metas para inflação, metas para superávits primários, câmbio flutuante e juros altos), “por

maiores que sejam os contorcionismos retóricos das autoridades, não se poderá dizer outra coisa do governo Lula senão que vai ficando mais e mais parecido com outro capítulo da era FHC, o mais melancólico decerto”. (PAULANI, 2003, p. 37)

Dando continuidade ao modelo de seu antecessor, o Presidente Lula e sua equipe econômica não só conseguiram debelar a crise de confiança em 2003 como também retomar o crescimento da atividade econômica em 2004, com o aumento de 5,2% do PIB, a maior variação dos últimos 10 anos, apesar de manter a taxa de juros elevada, uma das mais altas do mundo.

Em suma, o que se viu na última década foi predominância de políticas contracionistas, com forte intervenção da autoridade monetária e elevadas taxas de juros, intensificadas nos momentos de crise e flexibilizadas nos períodos de reversão das expectativas negativas. O resultado prático foi que, apesar de atingir seu principal objetivo de controlar a inflação, a política monetária se mostrou espasmódica, do tipo *stop and go* (breca e acelera), alternando períodos de expressivas taxas de crescimento do PIB com outras pífias.

Conquistada a estabilidade, agora urge vencer o desafio de conquistar o crescimento sustentado, combinando os altos índices de crescimento do PIB obtidos em 1995 e 2000 com as baixas taxas de inflação de 1996, 1997 e 1998.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BACEN – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Brasília: Bacen, vários anos. Disponível em: <www.bcb.gov.br/?boletim>. Acesso em: 27 abril 2005.

BACHA, Edmar. O Plano Real: uma avaliação. In: MERCADANTE, Aluizio (Org.). **O Brasil pós-real: a política econômica em debate**. Campinas: Unicamp. IE, 1998, p. 11-69.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Base de Dados. Brasília: Bacen. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SERIETEMP>>. Acesso em: 05 maio 2005.

BORGES NETO, João Machado. **A economia política da mudança: os desafios e os equívocos do início do governo Lula**. Belo Horizonte: autêntica, 2003. p. 177-201.

BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos. **Crise econômica e reforma do estado no Brasil: uma nova interpretação da América Latina**. São Paulo: Editora 34, 1996.

BRUM, Argemiro J. **O desenvolvimento econômico brasileiro**. Rio de Janeiro: Vozes, 1999.

CARVALHEIRO, Nelson. A política monetária no Brasil pós-real. **Pesquisa & Debate**. São Paulo: v. 13, p. 5-29, 2002.

CARVALHO, Fernando Cardim de et al. **Economia monetária e financeira: teoria e política**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

CARVALHO, Carlos Eduardo. **A economia política da mudança: os desafios e os equívocos do início do governo Lula**. Belo Horizonte: Autêntica, 2003. p. 71-85.

CASTRO, Antônio Barros de. O lado real do Real: o debate e algumas surpresas. In: MAGALHÃES, J. P. A. et al. **Vinte anos de política econômica**. Rio de Janeiro: Contraponto, 1999, p. 59-98.

CONJUNTURA ECONÔMICA. Rio de Janeiro: FGV, vários volumes, vários anos.

DELFIM NETTO, Antônio. O desemprego é a âncora do real. In: MINEIRO et al (Org.) **Visões da Crise**. Rio de Janeiro: Contraponto, 1998. p.141-159.

DORNBUSCH, Rudiger; FISCHER, Stanley. **Macroeconomia**. São Paulo: Makron, McGraw-Hill, 1991.

EXAME. São Paulo: Abril, nº 790, 23/abril/2003.

FILGUEIRAS, Luiz. **História do plano real**: fundamentos, impactos e contradições. São Paulo: Boitempo, 2003.

FRANCO, Gustavo H. B. **Dez anos da URV-real**. In: Veja, nº 1843, Abril, 03/03/2004.

GIAMBIAGI, Fábio; ALÉM, Ana Cláudia. **Finanças públicas**: teoria e prática no Brasil. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

GONÇALVES, Alcindo. **O plano real brasileiro em discussão**. Leopoldianum, n. 76, p. 9-26, 2002.

HILLBRECHT, Ronald. **Economia monetária**. São Paulo: Atlas, 1999.

IPEA. **Boletim**. vários números, vários anos. Disponível em: <www.ipea.gov.br>. Acesso em: 08 maio 2005.

IPEA. **Perspectivas da economia brasileira - 1994**. Rio de Janeiro: IPEA, 1993.

LAMOUNIER, Bolívar; FIGUEIREDO, Rubens (Orgs.). **FHC**: a era FHC, um balanço. São Paulo: Cultura Editores Associados, 2002.

LOPES, João do Carmo; ROSSETTI, José Paschoal. **Economia monetária**. São Paulo: Atlas, 1998.

MALAN, Pedro. Brasil: três finais de década. In: MAGALHÃES, João Paulo de Almeida et al. (Orgs.). **Vinte anos de política econômica**. Rio de Janeiro: Contraponto, 1999.

MERCADANTE, Aloízio. (Org). **O Brasil pós-real: a política econômica em debate**. São Paulo: Unicamp. IE, 1998.

MEURER, Roberto; SAMOHYL, Robert Wayne. **Conjuntura econômica: entendendo a economia no dia-a-dia**. Campo Grande: Editora Oeste, 2001.

MISHKIN, Frederic S. **Moedas, bancos e mercados financeiros**. Rio de Janeiro: LTC, 2000.

MORAES, Roberto Camps. A política monetária do real. In: PORTUGAL, M. C. (Org.). **Economia do real**. Porto Alegre: Ortiz, 1996, p. 21-55.

NASSIF, Luís. Política macroeconômica e ajuste fiscal. In: LAMOUNIER, B.; FIGUEIREDO, R. (Orgs.). **A era FHC, um balanço**. São Paulo: Cultura Editores Associados, 2002, p. 39-70.

NETO, Otávio Amorim. In: **Conjuntura Econômica**. Rio de Janeiro: FGV, abril/2003.

O ESTADÃO. São Paulo, 2002.

Disponível em: <www.estadao.com.br/ext/eleicoes2002/pesquisas>. Acesso em: 05 maio 2005.

OLIVEIRA, Gesner. Opinião Econômica: O real e o imaginário. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 03 jul. 2004.

PAULA, João Antônio de (Org.). **A economia política da mudança: os desafios e os equívocos do início do governo Lula**. Belo Horizonte: Autêntica, 2003.

PAULANI, Leda Maria. **A economia política da mudança: os desafios e os equívocos do início do governo Lula**. Belo Horizonte: Autêntica, 2003. p. 19-37.

PEREIRA, Merval. O mesmo projeto. **O Globo**. Rio de Janeiro, 03 dez. 2004.

PORTAL BRASIL. Disponível em: <www.portalbrasil.net/2004/indices/dolar/cotacoes>. Acesso em: 05 maio 2005.

PORTUGAL, Marcelo S. (Org.). **A economia do real**. Porto Alegre: Ortiz, 1996.

SANDRONI, Paulo. **Novíssimo dicionário de economia**. São Paulo: Best Seller, 2003.

SHAPIRO, Edward. **Análise macroeconômica**. São Paulo: Atlas, 1985.

SOUSA, Israel Samar de. **Política monetária brasileira e o endividamento interno público no plano real**. Florianópolis: UFSC 2000/2. Monografia de conclusão de curso de Ciências Econômicas.

TAVARES, Maria da Conceição. **Destruição não criadora**: memórias de um mandato popular contra a recessão, o desemprego e a globalização subordinada. Rio de Janeiro: Record, 1999.

TURELA, Cláudia. In: **Conjuntura Econômica**. Rio de Janeiro: FGV, julho/2003.