

A ECONOMIA BRASILEIRA: DA CRISE CAMBIAL À RECUPERAÇÃO

JulioDolce(*)
George Dolce (**)

“Like recessions, financial shocks are as old as capitalism itself” – Lester C. Thurow

Introdução

O Brasil ganhou a reputação de “economia do milagre” no início dos anos 70 quando o governo daquela época, seguindo o I Plano Nacional de Desenvolvimento (PND), estabeleceu metas por setores de atividade econômica e o País crescia a uma taxa anual de dois dígitos num clima de apreciável estabilidade. Essa estabilidade econômica permitiu uma expansão industrial admirável durante dez anos seguidos, colocando o Brasil entre as nações líderes na industrialização e elevando nosso Produto Nacional Bruto (PNB) para o décimo lugar entre todas as nações do Mundo.

Ainda assim, apesar do progresso, muitos problemas permaneciam subjacentes. A população migrava do campo com mais intensidade atraída pela maior oferta de emprego nas cidades. Crescia a demanda pelos serviços públicos, por novas habitações, saúde, educação e saneamento. Surgiram grandes bolsões de pobreza ao redor das principais capitais. A inflação de dois dígitos dos anos 70 passaria a três dígitos nos anos 80 e a economia atingida pelos dois choques do petróleo dava sinais de estar perdendo fôlego. A política monetária de aumento progressivo dos juros diminuía os investimentos e reduzia a expansão econômica dos anos anteriores. Como outras nações da América Latina depois da crise do petróleo, também o Brasil viu sua dívida externa crescer exponencialmente na medida que os investimentos internacionais eram substituídos pelos empréstimos dos petro-dólares. Como resultado, o Produto Nacional Bruto cresceu em média apenas 1,5% anualmente de 1980 até 1990 produzindo o que se convencionou chamar de a “década perdida”.

A partir do início dos anos 90, o Brasil começou a introduzir reformas em sua economia. Esgotada a capacidade de investimento estatal, começava-se através de um grande esforço de privatização a transformar a era do monopólio estatal numa economia de livre de mercado. Em 1994, com a eleição do atual presidente Fernando Henrique Cardoso, o Brasil implementou um ambicioso programa de estabilização monetária iniciado ainda no governo do presidente Itamar Franco. O Plano Real, assim denominado pela introdução de uma nova moeda, o Real, previa uma política monetária ancorada numa política cambial de controle muito restrito. O Plano Real conseguiu ainda estabelecer uma nova onda de investimentos estrangeiros de curto e longo prazos, mas seu maior valor foi o de conseguir aumentar o poder de compra da população propiciando num primeiro momento uma apreciável distribuição de renda.

Entretanto, a nova ordem econômica mundial antevia outras turbulências. A desvalorização

cambial da Tailândia em julho de 1997, feita para melhorar a competitividade das exportações daquele país, logo se espalhou por “efeito dominó” pela Coréia, Indonésia, Malásia e outros países do Sudeste Asiático, afetando também as exportações brasileiras. Depois veio a vez da Rússia e aí todos esperavam que o Brasil quebrasse em seguida. Ainda mais que as reformas prometidas pelo Presidente Fernando Henrique, tais como o plano de austeridade fiscal e o corte nas despesas públicas não se concretizaram a curto prazo, frustrando a expectativas.

Apesar de tudo, o capital estrangeiro continuou a entrar de maneira contínua na busca de melhor remuneração mesmo após a reeleição do Presidente Fernando Henrique em outubro de 1998. Em novembro, o Fundo Monetário Internacional (FMI) anunciou um plano de ajuda ao Real através de um empréstimo de US\$41,5 bilhões procurando conter a crise cambial que se anunciava. Essa ajuda se baseava na carta de intenções onde o Brasil prometia, finalmente, colocar em prática uma série de medidas procurando conter o déficit fiscal com um programa de austeridade que temporariamente conseguiu conter a fuga de capitais.

Em janeiro de 1999, os investidores internacionais que tiveram grandes perdas nos mercados emergentes da Ásia e da Europa Oriental, principalmente na Rússia, acabaram perdendo a confiança na economia brasileira e passaram a vender suas posições no mercado interno e a realizar lucros no sentido de minimizar suas perdas naqueles países. Não havia como o Brasil defender o Real e manter sua política cambial de mini desvalorizações frente ao Dólar usando suas reservas cambiais. O Real submergiu numa onda de fuga de capitais.

No início de março o Real estava sendo cotado a R\$ 2,20 frente ao Dólar, o equivalente a uma desvalorização de 80%, e muitos especialistas brasileiros e internacionais previam que isso conduziria inevitavelmente a uma explosão inflacionária. Quando tudo parecia indicar uma lenta e dolorosa recuperação econômica, o Brasil, em mais um dos seus “milagres econômicos”, surpreende a comunidade internacional com uma rápida e franca recuperação após uma incerta e descontrolada flutuação das taxas no mercado de câmbio

Um mês depois, o Real já estava sendo cotado a R\$ 1,70 levando alguns economistas a sugerirem uma ligeira depreciação do câmbio para estimular ainda mais o crescimento das exportações. O admirável nisso tudo é imaginar o quanto o Brasil esteve próximo do colapso financeiro. Por muitas semanas, de janeiro até março, a economia esteve no fio da navalha. Qualquer medida menos correta e estaríamos todos mergulhados num caminho sem retorno. O Presidente Fernando Henrique chegou mesmo a admitir ter pensado que o Plano Real houvesse terminado naquele fatídico dia 29 de janeiro, quando o noticiário internacional, de maneira irresponsável, chegou a noticiar uma suposta corrida aos bancos. Desde então, com a nomeação do novo presidente do Banco Central, Dr. Armínio Fraga, começou a se restabelecer a confiança mundial na nossa moeda. As ações de curto prazo, complementadas por medidas de austeridade, rapidamente aprovadas pelo Congresso Nacional, afetaram positivamente nossa posição e permitiram, a longo prazo, antever com otimismo nosso futuro.

O Plano Real e suas Conseqüências

O Plano Real tem sido, até agora, o mais bem sucedido programa de estabilização monetária de todos os programas que nos últimos anos tentaram resolver o problema da inflação crônica que destruiu a economia do Brasil há mais de três décadas. [Giabiagi, 1997].

Desde o início, a inflação foi mantida sob controle sem congelamento de preços e salários, sem confisco de depósitos bancários ou qualquer outra medida econômica artificial. Uma conseqüência do fim da inflação foi o rápido crescimento da demanda, tão rápido que o Ministro da Fazenda desde o início teve que optar por uma política de redução da expansão monetária e de restrição ao crédito pelo aumento das taxas de juros. Essa estratégia procurou garantir o futuro do plano com os objetivos de atingir um o crescimento auto sustentado, realizar uma distribuição de renda sem explosão da demanda e aumentar a oferta através da abertura do mercado brasileiro aos produtos internacionais. Durante a segunda metade de 1994, a taxa mensal de inflação caiu de mais de 50%

em junho para 1% em dezembro daquele mesmo ano e permaneceu nesses níveis baixos até a desvalorização de janeiro de 1999.

O lado ruim do programa de estabilização foi a conseqüente queda da arrecadação fiscal. Fato que pôde ser bem assimilado durante o lançamento do Plano Real devido as condições relativamente favoráveis que permitiram ao setor público gerar um superávit primário ainda em 1994. Em contraste, houve uma queda da arrecadação nos anos seguintes gerando sucessivos déficits primários. Reverter essa tendência tem sido o principal desafio do esforço de estabilização, [Bevilaqua, 1998].

Também, desde o início do Plano Real, as contas externas tem gradualmente apresentado déficits que somam hoje mais de US\$ 70 bilhões com tendência de alta, tornando-se um sério problema para o plano de estabilização. Já em 1998, o déficit representava mais de 8% do PNB, o que claramente constituía uma grande vulnerabilidade e um risco estratégico num mundo de capitais voláteis, como a atual crise monetária tem mostrado de modo bastante claro.

Entrada de Capitais

Nos primeiros anos do Plano Real a retornada dos capitais estrangeiros ao País conduziu a uma acumulação de um grande volume de reservas em moeda forte. Essas reservas serviram para formar um lastro importante de proteção à moeda no curto prazo e para a manutenção da política monetária que tinha na política cambial sua âncora para manter a inflação sob controle. Entretanto, o Governo não conseguiu controlar nem o tamanho nem a qualidade dos capitais que compunham essas reservas. Esses capitais representavam na verdade uma benção e uma ameaça. Eram uma benção porque sem eles o Plano Real não conseguiria ir muito longe. Eram uma ameaça porque, como é sabido da literatura especializada [Calvo, 1992], esses fluxos de capitais reduzem na classe política a urgência da reformas estruturais, camuflando a natureza das verdadeiras causas da crise e em última análise ameaçando seriamente o sucesso de qualquer plano de estabilização que necessitam dessas reformas para se sustentarem no longo prazo.

Além disso, para conseguir manter contínuo o fluxo de capital estrangeiro, necessário para o desenvolvimento, era necessário oferecer um grande diferencial nas taxas de juros em comparação com as do mercado internacional. Por outro lado, essa grande diferença entre as taxas de juros internas e externas acabou atraindo também capitais especulativos de curto prazo que entravam para realizar lucros num processo de arbitragem.

Numa economia mundial totalmente integrada e de livre trânsito de capitais, o processo de arbitragem tende a anular o diferencial nas taxas de juros. Porém, se algum país mantém sua política cambial rígida sem possibilidades de flutuação das taxas e oferece restrições ao livre fluxo capitais, o equilíbrio não pode se estabelecer. Nestes casos, o processo de arbitragem coloca o Governo, fatalmente, sob a pressão de um ataque especulativo sobre a moeda que se vê obrigado a abandonar o controle cambial sob pena de perder totalmente as reservas cambiais e acabar sem condições de honrar os compromissos externos.

Saída de Capitais

Três crises externas, de igual importância para nossa economia, tiveram que ser enfrentadas durante os anos 90: A crise mexicana de dezembro de 1994, a crise asiática que começou em julho de 1997 e a crise russa que se estabeleceu em agosto de 1998. As duas primeiras provocaram uma fuga de capitais no Brasil que pôde ser controlada e logo depois revertida com mais inversões de capital. Já a terceira provocou uma maciça fuga de capitais até ser estancada com a desvalorização de janeiro de 1999.

A recuperação da crise asiática se fez durante a primeira metade de 1998 com uma maciça captação de recursos de curto prazo mas que também pouco durou. Nesse período mais de US\$ 31 bilhões entraram no País contra US\$ 15 bilhões no mesmo período do ano anterior. Nos meses seguin

tes de 1998, os dados mostram que o capital especulativo que havia entrado saiu na mesma proporção ocasionando uma brutal queda nas nossas reservas internacionais.

No intuito de assegurar a capacidade de pagamento das contas externas do Brasil, o aumento na acumulação de reservas estrangeiras era necessária enquanto a reforma fiscal não fosse aprovada pelo Congresso Nacional. Mas, o preço a pagar para manter essa estratégia era muito alto. As mais importantes falhas em tal estratégia macroeconômica foram: 1) a apreciação do câmbio e seus efeitos sobre o balanço de pagamentos; 2) a manutenção de uma alta taxa de juros que impedia o crescimento da economia e 3) o enorme recolhimento compulsório dos depósitos nos bancos procurando reduzir a liquidez da economia. Todas essas medidas faziam parte de uma política macroeconômica correta no curto prazo mas que se mostrariam inconsistente no longo termo. Pode-se entretanto sugerir que a política macroeconômica adotada só fazia sentido na medida que procurava manter a estabilidade da moeda enquanto se negociava junto ao Congresso para se obter as profundas e necessárias reformas. Mudanças que somente acabaram ocorrendo, parcialmente, de modo açodado no decorrer da crise.

O Governo dizia que a combinação de uma política de altas taxas de juros juntamente com o programa de privatização daria ao plano de estabilização fôlego suficiente, sustentado na âncora cambial, até que a reforma fiscal, a reforma do sistema da previdência social e a reforma do Estado entre muitas outras encaminhadas ao Congresso pudessem ser implementadas.

Como ficou claramente demonstrado na crise mexicana de dezembro de 1994, os investidores estrangeiros mudam de comportamento com extrema rapidez diante da possibilidade de falha no plano de estabilização na medida que as reformas estruturais prometidas não sejam realizadas [Frankel e Schmukler, 1996]. E o Brasil acabou pagando o preço por não ter realizado tais reformas quando da crise asiática.

A Crise Monetária nos Mercados Emergentes

A crise russa foi o fator decisivo que contribuiu para o rápido e profundo agravamento da situação econômica dos mercados emergentes, no final de 1998. O rápido e vigoroso ataque especulativo sobre a moeda russa e a fraca resposta do seu governo na tentativa de defender o Rublo rapidamente conduziu ao seu colapso e levou a flutuação desordenada da sua cotação frente às moedas fortes.

Para complicar ainda mais a situação brasileira, alguns estados brasileiros propuseram uma moratória no pagamento de suas dívidas e alguns investidores estrangeiros liquidaram suas posições no Brasil para realizar lucros e cobrir prejuízos em outros lugares, criando um fluxo de saída de capitais do País.

Na verdade estava criado um círculo vicioso já que a saída de capitais despertou a atenção de alguns agentes financeiros e instituições classificadoras de risco de investimento que concluíram que esses capitais em retirada representavam uma perda de credibilidade no País o que aumentou a vulnerabilidade da economia incentivando novas retiradas.

Essa situação levou a um considerável declínio nas reservas internacionais em relação ao início do mês de agosto de 1998 quando se situou em torno de US\$ 75 bilhões. A partir de então as reservas caíram, continuamente, até chegarem a US\$ 40 bilhões em janeiro de 1999.

As negociações com o FMI para a um novo empréstimo na tentativa de sustentar as taxas de câmbio mostraram que mesmo um alto grau de reservas não seria suficiente para conter a sangria de capitais apesar de que as reservas existentes possibilitassem algum tempo de negociação na tentativa de superar a crise cambial que se instalava.

O recém reeleito governo do Presidente Fernando Henrique desperdiçou uma grande chance que tinha de poder anunciar o ajuste fiscal logo depois da crise russa do mesmo modo que fizera após a crise asiática. O pacote do FMI já não seria mais suficiente para prevenir a desvalorização da moeda no início de 1999.

A Desvalorização Cambial

O processo de desvalorização do Real começou em 13 de janeiro quando o Governo decidiu alterar a política cambial. O presidente do Banco Central, Gustavo Franco solicitou sua demissão e foi substituído por Francisco Lopes que imediatamente anunciou novas medidas ampliando os limites de flutuação do câmbio depois de uma desvalorização de apenas 8% em meio a uma devastadora fuga de capitais. Durante dois dias o Real foi negociado no teto da banda proposta e o Banco Central foi obrigado a vender US\$ 3 bilhões de dólares das reservas para defender a nova banda. Finalmente no dia 15 de janeiro o Banco Central decidiu não mais intervir no mercado de câmbio e deixou o Real flutuar ao sabor do mercado. Ao mesmo tempo a bolsa de valores de São Paulo viveu seus melhores dias e subiu 33% recuperando-se da maior parte de suas perdas naquele ano.

Apesar do otimismo inicial o Real continuou a cair vertiginosamente chegando a atingir desvalorização de 37% frente ao Dólar em apenas um mês. Quando da substituição de Francisco Lopes por Armínio Fraga como presidente do Banco Central o Real já tinha atingido seu ponto mais baixo sendo negociado a R\$ 2,165 em relação ao Dólar.

O Descontrole Cambial

O descontrole cambial com a subida das taxas de câmbio acima de valores razoáveis (“overshooting”) que aconteceu no Brasil foi semelhante ao que ocorreu em outros países onde mudanças abruptas no regime cambial geraram uma crise de confiança na moeda durante o período de transição.

Embora o “overshooting” seja um fenômeno bastante previsível [Pereira,1998], a questão principal permanecia ainda quanto a implementação do ajuste fiscal e o problema de financiamento da economia brasileira, suas importações e sobretudo as exportações. A percepção dessa fragilidade mais o trauma sofrido com as mudanças na política cambial deixaram o Brasil numa posição de extrema vulnerabilidade para manter funcionando sua economia no curto prazo.

Para agravar a situação ainda mais, dois incidentes alimentaram especulações quanto à capacidade do Brasil implementar o ajuste fiscal. O primeiro foi a inabilidade do Governo em mobilizar apoio político no Congresso para votar, em dezembro, a nova lei de contribuições previdenciárias do setor público e dos aposentados. Logo em seguida o governador de Minas Gerais, Itamar Franco, anunciou a moratória da dívida daquele estado. Esses dois acontecimentos colocaram a descoberto as recentes dificuldades que o Presidente Fernando Henrique tinha para coordenar as forças políticas, em especial o apoio necessário dos governadores estaduais. Todas essas dificuldades políticas aliadas à frustração causada pela pífia performance das contas fiscais ao longo do ano de 1998 foram responsáveis pelo clima de extremo pessimismo quanto à continuidade do ajuste fiscal em 1999.

Sem a confiança no ajuste fiscal sabia-se que insistir na âncora monetária produziria ainda mais tensões na política econômica, por causa dos efeitos negativos que as altas taxas de juros geram na economia, como aconteceu na crise russa. Dentro desse cenário, a nova armadilha conduziria ao governo novamente à dependência de entrada de capitais externos de alto risco, acumulando reservas com investimentos de curto prazo na busca de juros mais altos enquanto a economia mergulhava em recessão, reduzindo os investimentos diretos na produção e diminuindo as perspectivas de outras privatizações que trariam novos capitais de investimento produtivo. Também, uma demora em reverter favoravelmente a balança comercial contribuía para um cenário pessimista em relação à capacidade do Brasil honrar seus pagamentos que venciam nos meses seguintes.

Sob o ponto de vista estritamente econômico a manutenção da política de estabilização monetária não dependia mais da adequada utilização dos instrumentos disponíveis como parte da nova política de taxas de câmbio flutuantes, mas sim na oportunidade do governo federal e dos estados cumprirem o programa de reestruturação fiscal e realizarem o ajuste das finanças públicas, incluindo a garantia da continuidade do programa de privatização, o estabelecimento de orçamentos equilibrados, a diminuição na folha de pagamentos, etc.

A desvalorização exagerada (“overshooting”) que se observou após algumas semanas de câmbio livre foi perfeitamente natural e estava de acordo com o que ocorreu durante a crise cambial em outros mercados emergentes. As taxas de paridade entre as moedas de livre troca, como era de se esperar, acabaram se auto regulando sem necessidade de maiores intervenções por parte do Banco Central.

A duração no tempo e a extensão da instabilidade cambial dependia apenas da capacidade do Governo brasileiro em manter o ritmo do ajuste fiscal e conseguir reverter favoravelmente a balança comercial. Porém, somente a solvência nas contas públicas e a recuperação no nível de reservas internacionais seriam capazes de diminuir a ansiedade dos investidores e dos credores externos quanto à recuperação da economia brasileira.

Os Cenários Prospectivos

Existiam dois possíveis cenários: o mais otimista previa um rápido fim dos indesejáveis efeitos das altas taxas de câmbio acima do esperado ponto de equilíbrio (“overshooting”) e outro mais pessimista previa o retorno do financiamento inflacionário do déficit público e a provável reindexação da economia sem a interrupção dos pagamentos dos débitos internos e externos.

A ameaça de transformação do processo de “overshooting” em reindexação da economia era o maior desafio enfrentado pelas autoridades econômicas naquele momento, o que justificava a manutenção das altas taxas de juros durante o período de transição.

Entretanto, é importante notar que a despeito dos esforços das autoridades para minimizar os efeitos inflacionários da desvalorização cambial, na prática de certo modo, a inflação poderia servir para uma melhoria nas contas públicas pelo efeito do chamado imposto inflacionário. O perigo era que ela ficasse fora de controle e acabasse conduzindo a uma reindexação de contratos e salários.

Esse ajuste inflacionário da economia significou uma redução real do poder de compra da população, diminuindo a demanda, principalmente de produtos importados, o que resultaria também num ajuste da balança comercial e uma recuperação, ainda que tímida, das reservas cambiais seguida de uma redução nas taxas de juros nominais, o que contribuiria para a redução do déficit público.

O contingenciamento do orçamento foi outro instrumento de ajuste macroeconômico, tradicionalmente usado pelo governo brasileiro [Bevilaqua e Wernerck, 1997]. Desse modo, o montante dos impostos arrecadados acabava indexado mas a previsão de despesas no orçamento não. Dentro dessa ótica, uma inflação de um dígito anual seria de certo modo útil, embora de modo secundário, para o ajuste das contas públicas.

Fase de Transição

Não podendo mais contar com a âncora cambial que sustentava o plano de estabilização monetária, a economia brasileira se encontrava numa fase de transição. Quanto duraria esse novo período dependeria não apenas dos fatores macroeconômicos mas também e crucialmente da habilidade dos agentes econômicos brasileiros se adaptarem as novas condições [FMI – Perspectivas Mundiais, 1999].

A maior parte dos analistas se preocupam com as questões macroeconômicas da crise e quase sempre acabam optando pelas conclusões dos cenários mais pessimista. Na verdade existem vários fatores que tendem a produzir previsões macroeconômicas bastante adversas, alguns dos quais serão analisados a seguir.

Existe uma tendência a se procurar semelhanças entre a crise brasileira e particularmente as crises mexicana, asiática e russa, que foram as mais recentes. Em todos os casos as situações foram de enorme gravidade, houve profunda recessão econômica, o sistema financeiro, mais ou menos bem organizado, acabou sendo afetado e também as instituições acabaram sofrendo as consequências políticas da crise.

No caso brasileiro, as análises econômicas sempre enfatizam o processo de “overshooting” apesar de que esse é um fenômeno considerado de ajuste automático. Essas análises não levaram em conta as dimensões microeconômicas e institucionais do problema que acabaram, na crise brasileira, tendo um impacto positivo sobre a dinâmica e duração do processo.

Por último, imediatamente após a âncora cambial ter sido abandonada, a lógica de toda a política econômica indicava a manutenção das altas taxas de juros e outras medidas de contenção da demanda agregada, o que fazia com que os cenários macroeconômicos sobrevalorizassem a intensidade e a duração da recessão esperada.

As Diferenças da Crise Brasileira

O mercado monetário brasileiro é completamente diferente dos mercados de alguns dos países que passaram por recentes crises monetárias. Enquanto naqueles países existia uma estreita relação entre a crise cambial e um excessivo déficit público, simplesmente no Brasil o déficit público não está atrelado ao Dólar nem é financiado por investidores estrangeiros.

Pelo contrário, uma das características institucionais mais marcantes que diferenciam a economia brasileira daqueles outros países é a existência de um vigoroso banco de desenvolvimento em apoio à indústria controlado por investidores locais institucionais e um grande número de fundos de pensão de empresas estatais. Desse modo pode-se afirmar que no caso brasileiro não existe uma relação de causa e efeito entre a crise cambial brasileira e a rolagem da dívida interna [Silveira, 1999].

No que diz respeito à dívida externa, obviamente existe uma ligação mais direta desta com a crise cambial quando ocorre um ajustamento no balanço de pagamentos, uma vez que isso redundava numa rápida diminuição do déficit comercial e de contas correntes. A ocorrência dessa relação positiva é altamente provável e juntamente com a rede financeira de proteção internacional deixava de lado a possibilidade da ocorrência de um cenário que contemplasse a suspensão dos pagamentos externos.

Desse modo, o Brasil pôde superar a crise e conseguiu a estabilização monetária muito mais rapidamente do que o Sudeste Asiático, o México e em especial a Rússia. Naturalmente, uma desvalorização de 35% a 40% é um problema para a economia que necessita de um trabalho intenso de readaptação dos negócios principalmente naqueles setores que cresceram junto com a liberação do mercado internacional nos recentes anos.

Mas deve ser lembrado que ao contrário das outras recentes crises de desvalorização da moeda de outros países, o Brasil possui reservas internacionais acrescidas dos empréstimos obtidos junto ao FMI. Além disso, favorece ainda mais a perspectiva de um cenário promissor o fato de que o Brasil se encontra hoje numa situação muito mais confortável do que o México em 1994, uma vez que os capitais externos já voltaram a entrar no País, principalmente através da bolsa de valores. Neste cenário, não será surpresa se o Brasil conseguir, impelido pelas novas taxas de câmbio, repetir nos próximos anos os mega superávits da balança comercial dos anos 80 sem os efeitos maléficis do retorno da inflação.

Entretanto, em conseqüência da rápida recuperação da crise pode-se estar diante de um falso otimismo. Neste caso, a aposta feita em um choque de credibilidade pode causar ainda maiores danos pela frustração que pode vir a causar quando as medidas de ajuste na economia forem implementadas, pois apesar de razoavelmente efetivas podem não produzir os efeitos desejados.

A Rápida Recuperação

O mercado financeiro saudou com entusiasmo as boas novas, tais como o término da votação no Congresso Nacional do ajuste fiscal, a conclusão das negociações com o FMI, os sinais de que a inflação permanecia sob controle, a reabertura do mercado financeiro internacional para os papéis brasileiros e principalmente a decisão do Banco Central de diminuir as taxas de juros. O balanço de pagamentos e as contas fiscais mostraram sensíveis melhoras e a recessão se mostrou menos grave do que havia sido previsto. O próprio Ministro da Fazenda, Pedro Malan, em nota oficial disse que a recessão econômica brasileira não seria tão profunda e a inflação tão alta quanto estimadas anteriormente para este ano.

O Governo obteve o suporte de quase 70% dos congressistas para concluir a aprovação da emenda constitucional que recriava a contribuição provisória sobre movimentações financeiras (CPMF). Aquela foi a mais significativa demonstração de sensibilidade do Congresso sobre a crise e estava de acordo com os objetivos acertados junto ao FMI e completava o ajuste fiscal.

O novo acordo de estabilização negociado com o FMI previa um superávit primário de 2,6% a 3,1% do PNB nas contas públicas em 1999. A política monetária estabelecia um objetivo de uma inflação anual de um dígito ao final do ano. O câmbio seria monitorado pelo Banco Central que interviria sempre que necessário empregando o sistema de “dirty float” podendo gastar até US\$ 8 bilhões nos meses de março e junho para evitar flutuações desordenadas das taxas. Por outro lado as reservas internacionais do Brasil poderiam ser reforçadas com um empréstimo de US\$ 41,5 bilhões que seriam sacados em parcelas se necessário.

A taxa de inflação de 1.41% nos preços ao consumidor do mês de fevereiro foi menor do que a esperada e o mesmo aconteceu com os preços no atacado cujo índice de 4,2%, ainda que alto, foi 1,6 pontos percentuais menor do que o dos trinta dias anteriores, sugerindo que o impacto da desvalorização sobre a inflação estava diminuindo.

Mais rápido do que o esperado, os principais bancos reabriram o mercado internacional para a emissão de bônus brasileiros de 1 ano e novas emissões já estão sendo esperadas. As linhas de crédito para financiamento das exportações e importações também foram restabelecidas. Como resultado as reservas brasileiras que tinham um previsão de queda no acordo com o FMI de US\$ 3 bilhões caíram em US\$ 1 bilhão situando-se em torno de US\$ 34,5 bilhões em abril.

Outro sinal de que a recuperação estava vindo mais rápida do que se esperava foi o fato do Banco Central diminuir as taxas de juros interbancário inicialmente de 45% para 42% chegando ultimamente a 35% com previsão de novas quedas não fosse a possibilidade de aumento dos juros nos EUA que inviabilizaria outras baixas.

A balança comercial em março estava próxima do equilíbrio com as exportações caindo de 10,4% em relação ao mesmo mês no ano anterior e as importações caindo 24,3% no mesmo período.

Já o balanço de pagamentos, em fevereiro, estava negativa em US\$924 milhões valor bem menor do que os US\$ 2,6 bilhões em janeiro.

O Brasil está ainda passando por uma recessão porém o lançamento do bônus do Governo sugere que muitos investidores acreditam que a crise não será tão profunda como antes se esperava e até agora os investidores que acreditaram no Brasil estão sendo recompensados. Os investimentos estão voltando rapidamente e criando novas oportunidades de negócios. Tudo isso cria um círculo virtuoso uma vez que mais dinheiro aumenta a liquidez do mercado oferecendo oportunidades de mais negócios que geram mais dinheiro e assim por diante.

Conclusão

Pelo menos em tese a desvalorização cambial realizada recentemente no Brasil criou a oportunidade de corrigir os exageros promovidos pela sobrevalorização do Real que tomou corpo durante o plano de estabilização monetária. Mostrou, sobretudo, que não havia tanto risco de a liberação do câmbio fazer retornar o regime de inflação que impedia o desenvolvimento e foi causa de uma brutal concentração de renda no País. Entretanto, a maximização dos aspectos positivos dessa nova situação ainda vai depender da implementação de políticas de apoio ao desenvolvimento econômico que realcem a importância das privatizações dos setores de infra-estrutura, a necessidade de um processo de financiamento para todos os setores da cadeia produtiva em especial privilegiando o crédito à exportação e até mesmo preocupando-se em conceder incentivos anti-recessivos localizados.

Em outras palavras, ao contrário do que uma análise estritamente macroeconômica pudesse sugerir, o risco da desvalorização cambial havia sido superestimado e rapidamente passou-se pela fase de transição sem maiores problemas para se entrar num novo regime de política econômica. A análise microeconômica da situação e da sua dimensão institucional mostra que a economia brasileira possui uma formidável capacidade de resistência e de adaptação as mudanças politico-econômicas em curso. Ou seja, o Brasil, apesar de todos os prognósticos contrários, foi capaz de realizar as mudanças necessárias com o mínimo de rupturas no setor financeiro e de desorganização no setor produtivo. Principalmente no setor industrial que vinha do impacto da liberação do comércio internacional, desde o início do Plano Real, para se adaptar agora ao novo impacto da liberação do câmbio. Esses dois choques no setor industrial revelaram que em geral os impactos são positivos pois que potencializam o crescimento, aumentam a produtividade e elevam o nível geral da economia.

Apesar de que haja um consenso generalizado que em 1999 o Brasil terá um decréscimo na atividade econômica, o que se discute hoje é de quanto será essa diminuição no PNB. Provavelmente essa retração ocorrerá no primeiro semestre mas já para o segundo semestre está se prevendo uma retomada do crescimento.

Parte dessa diminuição do PNB será devida ao ajuste fiscal já aprovado com redução das despesas públicas e conseqüente diminuição do investimento estatal. Além disso, as altas taxas de juros ainda inibem o desenvolvimento. Porém, os juros vêm caindo sistematicamente sinalizando para o setor privado a tendência da nova política econômica implementada pelo Governo que procura aproveitar o momento favorável criado pelas novas medidas proporcionadas pelo ajuste fiscal, embora o serviço da dívida interna represente ainda uma parcela significativa do orçamento federal para 1999.

O principal objetivo nos três anos de ajuste no programa de reestruturação das contas públicas será o de substituir a política monetária em favor dos instrumentos fiscais como principais instrumentos de controle macroeconômico. Entretanto, isso não poderá ser atingido instantaneamente, desse modo por um certo período de tempo, enquanto o ajuste fiscal não for completamente consolidado, persistirão os dois sistemas de controle para manter a estabilidade econômica. Observe-se, entretanto, que a maior parte das medidas adotadas no ajuste fiscal foram medidas temporárias ou de curto prazo incapazes de proteger o Brasil contra futuros ataques especulativos [Rosenberg, 1999].

Tão logo o presidente Fernando Henrique comece a proceder as necessárias reformas de longo

prazo no sistema fiscal e previdenciário as tensões políticas e sociais poderão aumentar mas, somente com essas reformas o Brasil poderá assegurar uma economia estável e proporcionar um desenvolvimento sustentável a longo prazo.

Na opinião do mega investidor, George Soros : *“A crise financeira está oficialmente debelada... vamos esperar pela próxima!”* Entretanto devemos ser cautelosos antes de começar a comemorar um novo “milagre brasileiro”.

(*) *Professor do CEFET-RJ e Membro do Corpo de Conferencistas Especiais da ESG.*

(**) *Consultor da EUROPRAXIS.*

AUTORES REFERENCIADOS NO TEXTO

Bevilaqua, A. and Werneck, R. (1997). “Fiscal-Policy Sustainability in Brazil”,

Calvo, G. and Leiderman L., (1992) “Capital Inflows and Real Exchange Appreciation in Latin America: The Role of External Factors”, IMF Working Paper WP/92/62

Frankel, J. and Schmukler, J. (1996), “Country Fund Discounts and the Mexican Crisis of

December 1994: Did Local Residents Turn Pessimistic Before International Investors?”,

Paper presented at the NBER Summer Meetings, Cambridge

Giambiagi, F. (1997). “Necessidades de Financiamento do Setor Público 1991/1996 –Bases para a Discussão do Ajuste Fiscal no Brasil”, BNDES

International Monetary Fund (1999) - World Economic Outlook (Part I - chapter 1 and 2), May 1999

Rosenberg, M. (1998), “Currency Crisis in Emerging Markets - A guide to Speculative-Attacks Models and Early Warning Systems”, Merrill Lynch

Pereira, R. M. (1998). “O Ajustamento Cíclico da Taxa de Câmbio em Mercados Emergentes”, PUC-Rio

Silveira, S.(1999). “Panorama Macro Financeiro: Comentários”, Macrométrica