

Textos para Discussão

91

**O BRASIL NA
DÉCADA DE 90:
UMA TRANSIÇÃO
BEM-SUCEDIDA?**

Armando Castelar Pinheiro*

Fabio Giambiagi**

Maurício Mesquita Moreira***

*Do BNDES, IE-UFRJ e Idesp.

**Do BNDES.

***Do BID.

Rio de Janeiro, novembro - 2001

Sumário

Resumo	5
Abstract	5
1. Introdução	7
2. Uma Década de Reformas: Os Anos 90	8
2.1. Liberalização do Comércio	9
2.2. Privatização	11
2.3. Desregulamentação	14
3. O Plano Real e os Desequilíbrios Macroeconômicos: 1995/98	15
4. Três Mudanças de Política em 1999	20
5. Os Choques de 2001: Turbulência de Curto Prazo ou o Ocaso de um Suposto Modelo?	24
6. Futuros Desafios	26
7. Comentários Finais	28
Apêndice	31
Referências Bibliográficas	32

Resumo

Este trabalho analisa as transformações da economia brasileira na década de 90 que envolveram a adoção de um novo conjunto de políticas macroeconômicas e a realização de reformas favoráveis ao mercado. Sustenta-se que, apesar dos equívocos na condução das políticas e dos graves choques ocorridos no cenário internacional, o novo regime de políticas econômicas lançou as bases para a retomada do crescimento sustentável com estabilidade de preços. Afirma-se, no entanto, que tal resultado depende crucialmente da capacidade de o país consolidar e aprofundar seu compromisso com o livre comércio e com um regime macroeconômico sustentado por três pilares: a austeridade fiscal, as metas inflacionárias e as taxas de câmbio flexíveis.

Abstract

This paper looks at the transformations that Brazil's economy went through in the 1990s, which involved the adoption of a new macroeconomic policy framework and market-friendly reforms. It argues that, despite a series of policy missteps and severe external shocks, this new policy regime have laid the foundations for the resumption of sustained growth-cum-price stability. It also argues, though, that this outcome hinges critically on the country's ability to consolidate and deepen its commitment to free trade and a macroeconomic regime which rests on three pillars: fiscal austerity, inflation targets and flexible exchange rates.

1. Introdução

O fraco desempenho da economia brasileira no período 1980/2000 contrasta fortemente com o histórico de crescimento do país nas décadas anteriores do século 20. Por diversas décadas, o Brasil foi uma das economias de crescimento mais rápido do mundo [Maddison (1995)]. No período que vai de 1950 a 1980, a taxa de crescimento anual caiu abaixo do marco de 4% em apenas quatro ocasiões e o PIB não mostrou qualquer declínio em termos absolutos. Em contraste, durante a década de 80 a renda *per capita* diminuiu 0,5% ao ano em média e cresceu apenas 1,1% na década seguinte, alcançando uma taxa de 0,3% ao ano ao longo desses 20 anos.¹

Apesar do desempenho semelhante em termos de crescimento do PIB, há pelo menos três diferenças importantes entre os anos 80 (conhecidos como a “década perdida”) e 90. Em primeiro lugar, a década de 80 foi um período de inflação crescente e políticas macroeconômicas caóticas, ao passo que a de 90 foi marcada pelo bem-sucedido programa de estabilização, que reduziu a inflação anual a cifras de apenas um dígito. Em segundo lugar, os anos 80 foram caracterizados por grande, quando não crescente, interferência do Estado, enquanto os anos 90 podem ser descritos como a “década de reformas orientadas para o mercado”. Em terceiro lugar, sobretudo em consequência dos dois fatores acima mencionados, os anos 80 terminaram em tom de desesperança, sem um diagnóstico claro ou consensual sobre a razão da crise e com o país rondando a hiperinflação; no final dos anos 90, no entanto, havia sinais de uma retomada da trajetória de crescimento sustentável, dessa vez no contexto da estabilidade de preços.²

Apesar dessas importantes mudanças, muitos são os desafios a serem superados pelo Brasil para que esse cenário se materialize. A estabilização ainda depende da continuidade do superávit fiscal primário, o que traria o índice de endividamento sobre o PIB a níveis mais administráveis, e também de um considerável aumento das exportações, o que reduziria a vulnerabilidade do Brasil a choques externos. As reformas estruturais empreendidas na década de 90 precisam ser consolidadas e expandidas a outras áreas, tais como o Judiciário e os mercados de capital e de trabalho, para que seja criado um ambiente institucional propício ao investimento e ao aumento da produtividade.

1 Se o Brasil tivesse continuado a crescer no período 1980/2000 no mesmo ritmo do período 1950/80 (7,4% a.a.), e não de acordo com a taxa anual real de 2,1%, a renda *per capita* em 2000 teria sido de US\$ 9.663, ou 2,8 vezes mais do que o valor real de US\$ 3.512.

2 Para uma visão menos favorável das realizações do Brasil na década de 90, ver Amann e Baer (2000).

Este trabalho busca analisar as mudanças e os desafios que desde o início dos anos 90 foram incorporados à agenda de retomada do crescimento sustentável; examina também a contribuição das reformas favoráveis ao mercado ocorridas na década de 90; discute ainda os desafios atualmente enfrentados pelo Brasil; e avalia se, depois de 20 anos de estagnação na renda *per capita*, o ritmo de crescimento vai se acelerar, tornando o período 2001/10 uma década de prosperidade, a primeira desde o “fenômeno dos anos 70”. O grau de consolidação das transformações e a influência disso sobre as altas taxas de crescimento no futuro são outras questões abordadas no texto.

O trabalho prossegue com seis seções adicionais. Após esta breve introdução, analisam-se as reformas estruturais da década de 90 (Seção 2). A Seção 3 explora os benefícios produzidos pelo Plano Real (1994) e os desequilíbrios macroeconômicos revelados pelo fim das altas taxas de inflação. A Seção 4 destaca as mudanças no regime de políticas que tiveram lugar em 1999, com a desvalorização da moeda e a adoção de metas inflacionárias e de uma rígida disciplina fiscal. A Seção 5 discute os recentes choques que atingiram a economia brasileira e sugere que, em vista das características do novo regime de políticas, eles não ameaçam a perspectiva de crescimento do país, seja no médio ou no longo prazo. A Seção 6 tenta discernir os maiores obstáculos a serem enfrentados pelo país no caminho rumo ao crescimento sustentável. A Seção 7 apresenta as conclusões mais relevantes.

2. Uma Década de Reformas: os Anos 90³

O Plano Real e a subsequente queda nas taxas de inflação foram, sem sombra de dúvida, os mais significativos eventos da economia brasileira nos anos 90. Entretanto, para uma análise completa das transformações vividas pelo Brasil na década, e mesmo para compreender adequadamente as razões do triunfo do Plano Real e como as tentativas anteriores fracassaram totalmente, é preciso considerar as reformas que influenciaram o lado da oferta no período. Essas reformas compreenderam uma série de iniciativas que visavam aumentar a produtividade por meio da minimização da interferência governamental no mercado e da maximização da competitividade na economia. Dentre essas iniciativas, as mais importantes foram a liberalização do comércio, a privatização e a desregulamentação.

3 Ver Souza (1999) e Giambiagi e Moreira (1999).

2.1. Liberalização do Comércio

Para dimensionar corretamente o impacto da liberalização do comércio ocorrida na década de 90 é preciso lembrar que nas duas décadas precedentes o Brasil se tornara uma das economias mais fechadas do mundo. A estratégia de substituir importações fora levada a extremos, e a parcela de importados no consumo doméstico de bens manufaturados chegara a níveis “soviéticos” (4,8% em 1989) [Moreira e Correia (1998)]. Essas políticas eram claramente insustentáveis, e no final dos anos 80, quando as restrições cambiais começaram a diminuir, o país aos poucos se encaminhou para uma política comercial mais aberta e neutra.

No período 1988/93, o governo reduziu drasticamente a proteção aos produtores nacionais. Duas reformas, em 1988 e 1989, promoveram a queda da tarifa média sobre as importações, que baixou de 51% para 35%. A maioria das barreiras não-tarifárias foi eliminada em 1990, culminando com o fim da reserva de informática em outubro de 1992. Além disso, um cronograma preanunciado de reduções tarifárias aos poucos levou o valor nominal da tarifa média sobre importações de 32,2% (com dispersão de 19,6%) em 1990 para 14,9% (com dispersão de 8,2%) no segundo semestre de 1993 (Tabela 1). A liberalização do comércio foi particularmente importante para os bens de consumo: as tarifas incidentes sobre bens de consumo duráveis diminuíram 66 pontos percentuais, e a eliminação da lista de artigos de importação proibida proporcionou aos consumidores acesso legal a produtos estrangeiros que, do ponto de vista prático, estavam banidos há décadas.

No que diz respeito às exportações, a política comercial adotara uma linha mais neutra desde meados da década de 80 e, em especial, após 1990. Diversos subsídios foram cortados no período que vai de 1983 a 1985. Quando o governo Collor tomou posse, em março de 1990, eliminaram-se os subsídios e reduziram-se os incentivos que beneficiavam os exportadores. Como resultado, a relação entre os incentivos e o PIB caiu de uma média de 3,1% no período 1981/84 para 1,3% em 1990/91. Na década de 90, o governo continuou a batalhar pela isenção total de

Tabela 1
Tarifas de Importação Brasileiras - 1990/95
(Em %)

<i>Data</i>	<i>Média</i>	<i>Moda</i>	<i>Mediana</i>	<i>Intervalo</i>	<i>Desvio-Padrão</i>
1990	32,2	40	30	0-105	19,6
Fev. 1991	25,3	20	25	0-85	17,4
Jan. 1992	21,2	20	20	0-65	14,2
Out. 1992	16,5	20	20	0-55	10,7
Jul. 1993	14,9	20	20	0-40	8,2
Jan. 1995	12,1	14	10	0-20	6,1

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados da Receita Federal.

impostos sobre importações, inclusive estaduais, e tomou medidas para fortalecer o esquema de financiamento de exportações [Sucupira e Moreira (2001)].

Outro desenvolvimento notável na política comercial do país foi o estabelecimento do Mercosul em 1991, o acordo de comércio regional firmado entre Argentina, Brasil, Paraguai e Uruguai. O Mercosul foi um fator-chave para atrair o investimento externo direto ao Brasil e ajudou a transformar o país em uma base regional de exportação para muitas corporações multinacionais [Pinheiro e Moreira (2000)]. De modo geral, as exportações brasileiras para os parceiros do Mercosul aumentaram 235% de 1991 a 2000, enquanto as importações subiram 244%.

O impacto da liberalização do comércio foi imenso, tanto se consideramos a integração do país à economia mundial como o incentivo que isso representou para a modernização tecnológica e o incremento da produtividade [Moreira e Correia (1998) e McKinsey & Company (1998)]. As importações de bens não-petróleo saltaram de US\$ 11,0 bilhões em 1987 para US\$ 44,3 bilhões em 1995, atingindo US\$ 49,4 bilhões em 2000. As importações de bens de capital e de consumo, em especial, tiveram grande expansão nos anos 90. O acirramento da concorrência e a facilidade do acesso ao capital estrangeiro, intermediado ou não, estimularam os produtores domésticos a aprimorar sua competitividade [Muendler (2001)].

O desempenho das exportações, contudo, prejudicou o que teria sido uma reação formidável à liberalização do comércio. As exportações demoraram a responder ao programa. Depois de dar sinais de forte recuperação, entre 1992 e 1994, elas reassumiram uma curva negativa, brevemente revertida durante alguns meses de 1997. Prevaleceu nesse período uma tensão de forças entre os mercados interno e externo, que levava as firmas a procurarem as vendas domésticas sempre que a demanda local se aquecia [ver Pinheiro e Moreira (2000)].

A apreciação da taxa de câmbio parece ter contribuído para a lenta resposta. Contrariando os conselhos da maioria dos analistas [ver, por exemplo, Papageorgiu, Michaely e Choski (1991)], a liberalização do comércio não foi seguida por uma desvalorização real da taxa de câmbio. Muito pelo contrário: em dezembro de 1998, o real tinha se valorizado 18% em relação ao dólar (ver gráfico a seguir). Essa tendência cessou apenas em janeiro de 1999, quando a deterioração dos mercados internacionais, abalados pela moratória da Rússia, forçou o governo a fazer flutuar a taxa de câmbio, decisão que resultou em uma desvalorização de grande monta (ver a Seção 3). A alteração nos preços relativos não tardou a mostrar sua relevância. No último trimestre de 1999, as exportações subiram 11,3% (a.a.), e em 2000 a taxa de crescimento das exportações atingiu 14,7%, liderada pelas exportações de produtos manufaturados (20,6%).

Além do efeito negativo da moeda valorizada, as exportações também se ressentiram da falta de investimentos em infraestrutura, conseqüência da crise das finanças públicas dos anos 80 e de um sistema fiscal ineficiente, que sobrecarregava os produtores com impostos cumulativos. No que se refere aos investimentos em infra-estrutura, a segunda metade dos anos 90 foi marcada por avanços significativos, como resultado da privatização das empresas estatais (ver a próxima subseção). Entretanto, ainda falta reformar o sistema fiscal.

2.2. Privatização

Embora o processo de privatização remonte aos anos 80, foi apenas na década seguinte que ganhou destaque no Brasil, a ponto de se tornar uma das peças centrais da política econômica.⁴ Em março de 1990, o presidente Collor lançou o Programa Nacional de Desestatização (PND), depois expandido para a inclusão de empresas estatais bem conhecidas e de grande porte. Em setembro de 1992, o presidente foi removido do cargo por *impeachment* e substituído pelo vice-presidente Itamar Franco, que, apesar da hesitação inicial, deu seguimento ao processo de privatização no mesmo ritmo. Juntas, as duas administrações venderam 33 empresas estatais, gerando resultados de cerca de US\$ 11,9 bilhões, se computados os recursos obtidos e as transferências de dívidas (Tabela 2). Um dos episódios de maior importância nesse período foi a venda do setor siderúrgico, que fora implantado após a Segunda Guerra Mundial sob a supervisão do governo e tido como um elemento crítico para a segurança nacional.

O auge do programa de privatização brasileiro ocorreu durante o primeiro mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso (1995/98), quando 80 empresas foram vendidas, gerando resultados totais de US\$ 73,3 bilhões (Tabela 2). Dois fatores permitiram essa significativa expansão do volume e da abrangência das privatizações: o primeiro foi a participação dos governos estaduais no esforço de privatização, o que possibilitou a venda de diversas companhias de distribuição de eletricidade; o segundo foi a decisão de alterar a Constituição para acabar com o monopólio do governo sobre certas áreas e eliminar a discriminação contra as subsidiárias de companhias estrangeiras, criando-se com isso a oportunidade de expandir o programa de privatização para setores como telecomunicações, eletricidade e mineração, que eram as principais áreas produtivas sob controle estatal no Brasil. Também nessa época, outras áreas que viviam sob a tutela do Estado há décadas, como as ferrovias e os portos, foram parcial ou totalmente transferidas ao setor privado.⁵

4 As privatizações no Brasil durante o governo Collor são discutidas em Pinheiro e Giambiagi (1994). Para saber mais sobre a perspectiva latino-americana em relação ao tema, ver Baer (1994).

5 Ver os trabalhos em Pinheiro e Fukasaku (2000) para uma discussão extensa sobre a privatização no primeiro mandato do presidente Cardoso.

Tabela 2
Privatização: Resultados e Dívida Transferida – 1991/2000
(Em US\$ Milhões)

Setor	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Total
Governo Federal	1.988	3.383	4.188	2.314	1.628	4.749	12.558	26.606	554	7.670	65.638
Aço	1.843	1.639	3.788	917	0	0	0	0	0	0	8.187
Petroquímica	0	1.477	174	528	1.226	296	0	0	0	0	3.701
Fertilizantes	0	255	226	13	0	0	0	0	0	0	494
Cia. Vale do Rio Doce	0	0	0	0	0	0	6.858	0	0	0	6.858
Energia Elétrica	0	0	0	0	402	2.943	270	1.882	1	0	5.498
Telecomunicações	0	0	0	0	0	0	4.734	23.948	421	0	29.103
Empresas	0	0	0	0	0	0	0	21.069	293	0	21.362
Concessões	0	0	0	0	0	0	4.734	2.879	128	0	7.741
Bancos	0	0	0	0	0	0	240	0	0	3.604	3.844
Outros	145	12	0	856	0	1.510	456	776	132	4.066	7.953
Estados	0	0	0	0	0	1.770	15.117	10.858	3.887	3.040	34.672
Energia Elétrica	0	0	0	0	0	1.066	13.430	7.817	2.520	1.582	26.415
Telecomunicações	0	0	0	0	0	679	0	1.840	0	0	2.519
Bancos	0	0	0	0	0	0	474	647	148	869	2.138
Outros	0	0	0	0	0	25	1.213	554	1.219	589	3.600
Total	1.988	3.383	4.188	2.314	1.628	6.519	27.675	37.464	4.441	10.710	100.310
Resultados	1.614	2.401	2.627	1.965	1.004	5.485	22.617	30.897	3.203	10.421	82.234
Dívida Transferida	374	982	1.561	349	624	1.034	5.058	6.567	1.238	289	18.076

Fonte: BNDES.

A ampliação do programa de privatização tornou-o um importante pilar de sustentação do Plano Real, especialmente no primeiro mandato de Cardoso [Pinheiro e Giambiagi (2000)]. As grandes privatizações ocorridas entre 1997 e 1998 atraíram vastos fluxos de investimento externo direto para o Brasil, o que ajudou a financiar o elevado déficit em conta corrente do país. No período 1997/2000, o índice de entradas de investimento externo direto associado às privatizações sobre o déficit em conta corrente atingiu quase 25% em média. A privatização também foi providencial para evitar a explosão da dívida pública, agravada pelo contínuo aumento do déficit fiscal a partir de 1995. Carvalho (2001) mostra que, como os resultados da privatização eram usados predominantemente para abater a dívida pública, em dezembro de 1999 esta representava uma cifra de 8,4% do PIB, inferior à que poderia ter sido verificada na falta das privatizações.

Em uma perspectiva de longo prazo, no entanto, a mudança mais significativa trazida pela privatização aponta para a gestão das antigas estatais. Nas mãos de empresas privadas, elas passaram a se pautar pelas necessidades do consumidor, atualizaram seu parque tecnológico e se equiparam com sistemas de informática e melhor gerenciamento de recursos humanos, empregando uma força de trabalho menor porém mais motivada. O impacto das transformações e do maior acesso ao capital foi muito satisfatório, tanto no aspecto de volume de produção como

em produtividade e níveis de investimento.⁶ Com desempenho mais eficiente e melhores práticas comerciais, essas empresas conseguiram aumentar a lucratividade, o que reabilitou sua credibilidade financeira e facilitou a obtenção de novos investimentos. Os resultados foram excelentes, tanto no setor industrial como no de infra-estrutura. Ambos registraram recuperação das redes físicas e aumentos de produtividade, mesmo que os ganhos tenham sido maiores em alguns dos setores do que em outros. No caso das telecomunicações, em especial, a densidade das linhas fixas duplicou após a privatização, chegando em 2001 a um nível de 20,2 linhas fixas (contra 9,6 em 1996) e 15,0 telefones celulares por 100 habitantes (contra 1,6 em 1996).

No setor industrial, a privatização foi um sucesso digno de nota, como mostrado pelo aumento do volume de produção e pela competitividade de companhias que antes rondavam a falência, como a siderúrgica CSN e a fabricante de aviões Embraer. E esse foi um processo sem volta, iniciado assim que o controle mudou de mãos. Porém, na área da infra-estrutura a privatização representa apenas uma etapa das reformas na regulamentação, que não poderão ser dadas como concluídas até que leis adequadas sejam adotadas e que as agências de regulamentação estejam funcionando bem, em *status* plenamente operacional. No caso da infra-estrutura, existem necessidades maiores do que a mera redução das perdas técnicas. É preciso avançar mais adiante: aperfeiçoar a gestão e recuperar as instalações existentes para poder acomodar a expansão da capacidade e para traduzir os ganhos de produtividade em preços mais baixos para o consumidor. Nessas áreas, o grau de sucesso obtido pela nova estrutura regulamentadora é bastante heterogêneo, o que reflete as diferenças qualitativas da regulamentação dos diferentes setores.

Por uma série de razões, o processo de privatização começou a desacelerar no segundo mandato do presidente Cardoso, chegando a uma paralisação quase completa, cuja principal razão foi o declínio do apoio popular. Mas igualmente relevantes foram a menor pressão por privatizações no âmbito da política macroeconômica – resultado das mudanças no regime fiscal e do grande afluxo de investimento externo direto não relacionado com as privatizações – e a maior complexidade técnica e política que marcava a privatização das estatais remanescentes. Por causa dessa interrupção, ativos consideráveis continuam em poder do Estado nos setores de eletricidade, água e saneamento básico, que provavelmente gerariam mais benefícios sociais se estivessem nas mãos do setor privado.

6 Para uma análise do impacto da privatização sobre o desempenho das antigas empresas estatais, ver Pinheiro (1996).

2.3. Desregulamentação

O Brasil também promoveu uma série de iniciativas para aumentar a competição nos mercados internos, libertando as companhias e os mercados de um grande número de controles administrativos, introduzidos durante o período de substituição de importações ou anteriormente. O primeiro conjunto de mudanças foi implementado pelo Programa Federal de Desregulamentação (PFD),⁷ que revogou 113.752 decretos presidenciais do total de 123.370 baixados nos 100 anos precedentes. Outras iniciativas enfocaram o comércio internacional (por exemplo, o fim do monopólio do governo sobre a exportação de café e açúcar e sobre a importação de trigo, assim como o fim da exigência de licenças de importação e exportação) e o investimento externo (eliminação da maior parte das restrições).

Foi lançado um segundo pacote de medidas com o objetivo de fortalecer as políticas de combate a monopólios e de proteção ao consumidor. Em 1991, a lei antimonopólio de 1962 foi complementada por dispositivos mais rígidos, e em 1994 aprovou-se uma nova lei antimonopólio, que consolidou as leis sobre a concorrência no mercado e estabeleceu penalidades mais severas, assim como resposta jurídica mais rápida em caso de infração. Desde 1991, a Lei de Proteção ao Consumidor, aprovada em setembro de 1990, responsabiliza os fabricantes pela qualidade de seus produtos e pela honestidade de sua propaganda.

Um terceiro grupo de medidas anulou as restrições legais que limitavam a entrada de competidores e estabeleciam controles de preço em diversos setores não comerciais. As mais importantes foram as emendas constitucionais que terminaram com o monopólio do governo sobre o setor de infra-estrutura e com as diferenças no tratamento dispensado a empresas nacionais e estrangeiras. Também foram revogadas outras restrições presentes no texto da Constituição, como aquelas impostas pela Lei 4.131 sobre o acesso de empresas estrangeiras a linhas de financiamento do governo.

Criou-se um ambiente mais competitivo com o fim das limitações legais à entrada de concorrentes no mercado e do controle de preços em setores como aviação comercial, portos e rodovias interestaduais e internacionais, bem como foi estimulada a competição na distribuição de combustíveis e de aço. Abandonou-se a padronização do preço de combustíveis e de certos serviços em todos os lugares do país. As reformas do marco regulatório na infra-estrutura também incentivaram a competitividade ao estabelecerem um modelo industrial não-monopolista, que previa o desmembramento de diversas estatais, tanto vertical

7 Este programa, estabelecido em março de 1990, teve grande atividade até o *impeachment* de Collor no final de 1992.

como horizontalmente, antes de sua privatização. Exemplos de cisão horizontal podem ser encontrados nos setores de ferrovias, eletricidade e telecomunicações, enquanto exemplos de cisão vertical ocorreram nos setores de telecomunicações e eletricidade. Além disso, impuseram-se limites de participação em diferentes mercados regionais e nacionais para cada investidor e também restrições quanto à composição acionária de algumas empresas (como a gigante da mineração CVRD e as ferrovias). As restrições contra a entrada de novos atores foram mantidas em níveis mínimos e assumiram, em certos casos, como o das telecomunicações, caráter meramente temporário.

3. O Plano Real e os Desequilíbrios

Macroeconômicos: 1995/98

Anunciado em 1994, o Plano Real pode ser visto como a extensão macroeconômica e lógica das reformas implementadas na década de 90, tanto por exercer mais impacto sobre o crescimento da economia como por gerar as condições políticas para levá-las adiante.⁸ O Plano resultou numa impressionante queda da inflação, fato que, como previsto, elevou os níveis de eficiência, estimulou a competitividade e atraiu o investimento estrangeiro. A pedra no sapato, contudo, foi o nítido aumento dos déficits fiscal e em conta corrente.

O Plano foi uma opção engenhosa para o combate da alta inflação. Vale destacar que no período 1986/91 houve no Brasil nada menos do que cinco planos de estabilização baseados em congelamento de preços e outras variantes. Todos falharam.⁹ O que fez a diferença no caso do Plano Real foi a criação de uma moeda virtual atrelada ao dólar, a Unidade Real de Valor (URV). O governo estabeleceu um período de quatro meses para que os agentes econômicos se adaptassem à nova unidade. Durante esse período, não só a taxa de câmbio como também alguns preços básicos, como os salários dos funcionários públicos, as pensões, o salário mínimo e as tarifas cobradas pelas empresas de serviços públicos, foram compulsoriamente convertidos em URVs. O setor privado seguiu voluntariamente o mesmo procedimento para controlar a maioria dos preços. Através desse esquema, o governo adotou a lógica da dolarização sem a necessidade de implantar um *currency board* (caixa de conversão).

Nesse período de quatro meses, a inflação na velha moeda atingiu quase 50% ao mês. Mas em 30 de junho de 1994 a URV

8 Ver Pinheiro e Giambiagi (2000) para uma análise do relacionamento bidirecional no caso da privatização.
9 Para uma visão ampliada da história inflacionária brasileira, ver Tullio e Ronci (1996).

foi convertida na nova moeda, que não por acaso foi batizada de “real” para transmitir a idéia de constância no poder de compra. Toda a base monetária da velha moeda foi então substituída por novas cédulas e moedas, processo que consumiu poucos dias. É evidente o paralelo com o clássico exemplo do fim da hiperinflação na Alemanha da década de 20, quando se considera o papel desempenhado pela nova moeda alemã naquela situação.

Nos anos que se seguiram ao Plano Real, a economia teve desempenho misto, com grande êxito no combate à inflação, que nos 12 meses anteriores ao Plano tinha atingido a assombrosa taxa acumulada de 5.154%, conforme medições do Índice Geral de Preços (IGP). Após o lançamento do Plano, a inflação acumulada anualmente caiu numa curva descendente praticamente contínua durante quatro anos e meio, atingindo apenas 1,7% ao final de 1998. Em outras palavras, a taxa de inflação anual em 1998 era igual à taxa de inflação diária antes do Plano Real.¹⁰

Nem tudo foi positivo, no entanto. Desde 1995, o Brasil ampliou substancialmente os déficits fiscal e em conta corrente, o que levou ao aumento das obrigações públicas e externas. No caso das contas fiscais, o resultado primário consolidado do setor público, que exclui o pagamento de juros, caiu de um superávit médio de 2,9% do PIB no período 1991/94 para um déficit médio de 0,2% do PIB no período 1995/98. A deterioração foi causada, em parte, pelo desequilíbrio acima mencionado, que até então fora “resolvido” pela espiral inflacionária e, em parte, pela gestão ineficiente dos instrumentos fiscais.

Até 1994, era relativamente “fácil” controlar os gastos reais do setor público com a “ajuda” dos aumentos de preço, o que era feito retardando-se o momento de desembolso dos fundos. A inflação também facilitava o manejo das disputas políticas por recursos dentro do próprio governo [ver Cardoso (1998) e Bacha (1994)]. Com a queda da inflação, o “preço político de dizer não” tornou-se explícito. A dificuldade em negar pedidos externos e internos de fundos contribuiu para elevar o nível real de gastos públicos. Além da influência da queda da inflação, o déficit das contas fiscais também foi causado pela política fiscal mais expansionista e pelas falhas estruturais na gestão financeira do setor público:¹¹ a) o significativo aumento nos gastos discricionários do governo federal; b) o aumento nominal de 43% do salário mínimo em 1995, quando a taxa de inflação era de apenas 15%, com impacto direto sobre as pensões dos setores público e privado, o que piorou o déficit da Previdência Social; e c) a situação dos governos estaduais, cujas receitas foram “sugadas” pelo

10 Uma inflação de 1,7% por dia útil corresponde a uma taxa mensal de 45%, similar à de junho de 1994, quando o Plano Real foi lançado.

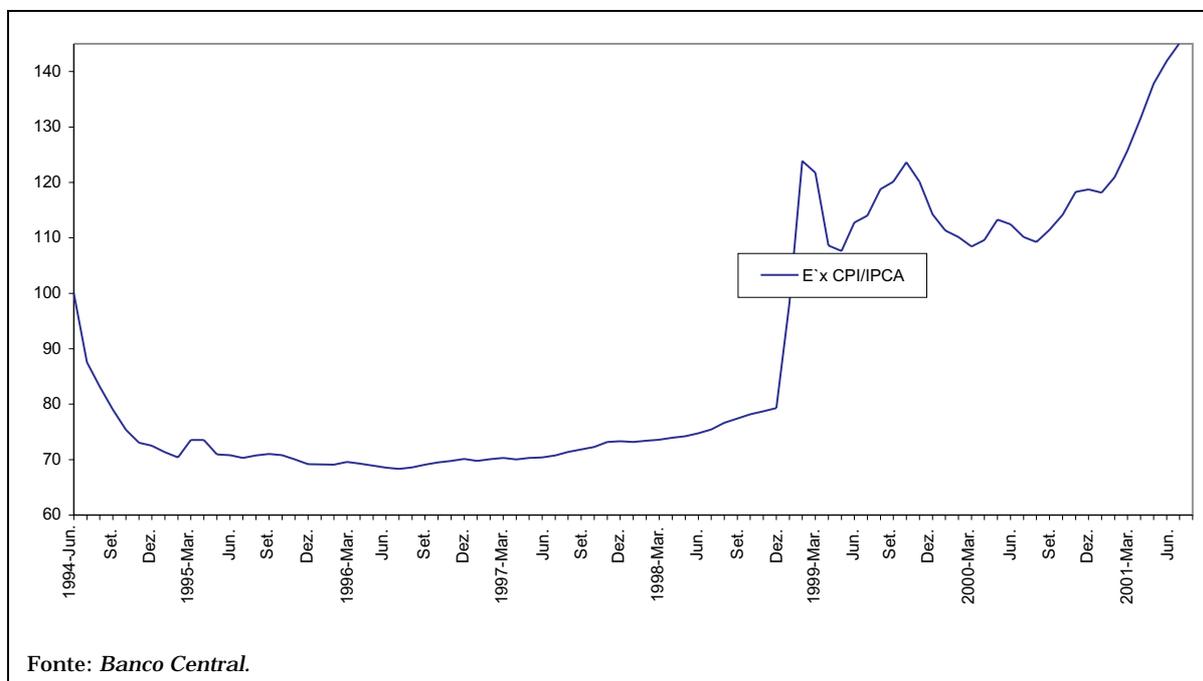
11 Para uma discussão da crise fiscal brasileira na segunda metade da década de 90, ver Giambiagi e Além (1999).

aumento da folha de pagamentos ocorrido em 1994 e 1995, com efeitos reais que duraram anos.

O aumento do déficit em conta corrente foi provocado pelo aquecimento da demanda e pelos efeitos de aumento da demanda relacionados ao Plano Real. A demanda agregada cresceu como resultado do aumento nos gastos públicos, do *boom* de investimentos privados e do aquecimento do consumo. Ademais, a credibilidade financeira resultante da estabilidade de preços e da rígida política monetária (isto é, altas taxas de juros) acentuou a demanda por moeda corrente, o que valorizou significativamente o real face ao dólar, tendência que vinha se fortalecendo desde 1992. Entre junho de 1994 e fevereiro de 1995, o real teve uma valorização real de 30% em relação ao dólar (ver gráfico a seguir).¹²

O governo logo abandonou a livre flutuação da taxa de câmbio e adotou um sistema de banda cambial, que permitia uma depreciação nominal e gradativa do real. O efeito colateral dessa política foi a definição de um teto relativamente alto para as taxas de juro nominais. Temia-se a ocorrência de uma maxidesvalorização sem anúncio prévio, tanto pelo impacto inflacionário como pelos graves danos que infligiria à credibilidade do governo.

Taxa de Câmbio do Real – Jun. 1994/Jun. 2001



12 A cifra representa a taxa de câmbio real/dólar do gráfico, onde CPI é o índice de preços ao consumidor dos Estados Unidos e IPCA o índice de preços ao consumidor no Brasil. A valorização nominal do real, inicialmente igual a US\$ 1, foi de mais de 15% nos primeiros meses do Plano Real. A isso deve-se acrescentar uma inflação residual nada desprezível.

Em certa medida, esses desequilíbrios refletem os bem conhecidos dilemas enfrentados pelas autoridades econômicas que tentam adotar uma agenda de reformas orientadas para o mercado onde tanto a estabilização como a liberalização do comércio estão incluídas. Como afirmou Londero (1997, p. 273): “A estabilização geralmente resulta em uma hipervalorização da moeda nacional, porém... nas economias mais protegidas, a liberalização do comércio requer uma desvalorização real...”

A valorização do real, combinada com o salto na demanda agregada, provocou uma drástica inversão na balança comercial, que passou de um superávit de US\$ 11 bilhões em 1994 para um déficit de US\$ 3 bilhões em 1995. Esse declínio foi agravado pelos pagamentos de juros e dividendos (que aumentaram mais do que o dobro entre 1994 e 1998). O resultado foi um déficit perigosamente alto nas contas correntes (4% do PIB em 1997) e uma deterioração significativa dos indicadores tradicionais de solvência. O risco desses desequilíbrios crescentes não passou despercebido aos definidores de políticas econômicas, ao mercado ou aos acadêmicos.¹³ Contudo, o governo acreditava que a situação prevalecente nos mercados internacionais de capital, marcada por alta liquidez e ampla infusão de capital em economias emergentes, dava margem à adoção de uma estratégia de ajustes graduais.

A deterioração das contas correntes do Brasil e o fato de que o déficit era financiado por fluxos de capital de curto prazo acentuaram a dependência do financiamento externo e, conseqüentemente, tornaram o país mais vulnerável a choques externos. Essa vulnerabilidade foi notada pela primeira vez na crise do México, em março de 1995, confirmou-se na crise asiática de outubro de 1997 e chegou ao limite do suportável por ocasião da moratória da Rússia, em 1998. Contudo, as atribulações do Brasil na virada de 1998 para 1999 não foram produzidas apenas por desequilíbrios estruturais – os tradicionais problemas fiscais e externos das economias da América Latina –, mas também pela falta de credibilidade do regime de políticas.

De fato, a crise asiática evidenciou a necessidade de ajustes e forçou o governo a fazer duas importantes alterações de curso. Em primeiro lugar, era preciso continuar promovendo desvalorizações nominais e gradativas no real (aproximadamente 8% ao ano), num ambiente de inflação praticamente equiparada aos baixos níveis internacionais, o que levou a uma desvalorização anual de cerca de 6% em 1998. Em segundo lugar, era preciso melhorar os resultados primários consolidados do setor público em relação a 1997. Mas, além de insuficientes, os ajustes foram

13 Ver, entre outros, Goldfajn e Valdés (1996) e Cardoso e Goldfajn (1997). Para uma defesa da política cambial da época, ver Franco (1999).

tardios demais. Apesar de relevantes, as medidas tomadas não bastaram para reduzir significativamente esses desequilíbrios macroeconômicos.

Nesse cenário, a política monetária assumiu um papel de extrema importância para a manutenção de uma taxa de câmbio estável, com taxas de juros anualizadas que superavam 40% em outubro de 1998 (e inflação muito baixa, cumpre lembrar). Isso afetou negativamente os níveis de produção e as contas públicas. Para dar continuidade à política no médio prazo, os níveis de superávit primário deveriam ser capazes de neutralizar o ônus dos pagamentos de juros. Do ponto de vista político e social, no entanto, esse era um objetivo impraticável. Em âmbito internacional, disseminava-se a percepção de que essas políticas econômicas eram insustentáveis.¹⁴

No decorrer dos 50 dias compreendidos entre o início de agosto e o final de setembro de 1998, o Brasil perdeu US\$ 30 bilhões em reservas. Em outubro, o anúncio de que o governo estudava um acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) trouxe algum alívio. Contudo, naquela conjuntura o Brasil não podia se dar ao luxo de cometer nenhum erro. Os eventos acabaram sendo precipitados com a rejeição de uma importante medida de ajuste fiscal pelo Congresso e o anúncio de moratória das dívidas contraídas junto ao governo federal pelo governo do Estado de Minas Gerais. Do final de dezembro de 1998 até os primeiros dias de 1999, o Brasil perdeu reservas da ordem de US\$ 500 milhões a US\$ 1 bilhão por dia. Em 15 de janeiro, depois de descartar sugestões de controle de capital “à la” Malásia, as autoridades deram sua última cartada para evitar a rápida evaporação das divisas: deixaram a taxa de câmbio flutuar livremente.

Embora tenha ocorrido no primeiro mês do segundo mandato (1999/2002), a crise da moeda pode ser vista como a cena final da primeira administração de Cardoso (1995/98), que, apesar de todos os problemas, foi muito útil para aprofundar e consolidar as reformas orientadas para o mercado, iniciadas no começo da década de 90. A privatização das empresas de serviços públicos, o aumento da produtividade, o fortalecimento do sistema financeiro e, acima de tudo, o controle da inflação rebelde foram benefícios cuja importância não pode ser subestimada. No entanto, a lentidão em resolver os principais desequilíbrios macroeconômicos do país deixou grandes obstáculos no caminho da recuperação econômica. As reformas fiscais do final de 1998 e início de 1999, ao lado da desvalorização de janeiro de 1999, foram as primeiras tentativas de superar esses obstáculos.

14 Portanto, elas combinavam elementos dos dois tipos de crise cambial descritas por Krugman (1998), associados aos assim chamados modelos de primeira e segunda geração. Conforme afirmam Drazen e Masson (1994), chega um momento em que mesmo o compromisso com políticas “ainda mais austeras” perde a eficácia.

4. Três Mudanças de Política em 1999

As primeiras conseqüências da crise cambial brasileira seguiram o padrão verificado no México, em 1995, e na Coréia do Sul, em 1997. Houve uma desvalorização excessiva nos primeiros meses da crise, que não durou mais do que um ano. No México, a desvalorização excessiva foi neutralizada pela inflação, que subiu a mais de 50% (IPC) em 1995. Na Coréia do Sul o ajuste foi feito com uma valorização nominal, com baixa influência da taxa de inflação. No caso do Brasil, havia temores de que a valorização do real fizesse o país seguir os passos do México, em vista do quadro histórico de inflação no país. Esse medo também explica por que as autoridades relutaram em permitir a flutuação das taxas de câmbio. Na prática, contudo, o processo mostrou semelhanças com o ocorrido na Coréia do Sul. A taxa de câmbio para a compra de um dólar, que era de R\$ 1,21 antes da desvalorização, atingiu R\$ 2,16 no auge da crise e baixou para R\$ 1,79 no final de 1999. Nessa altura, a desvalorização nominal era de 48%, contra uma taxa de inflação no consumo de 9%. Isto é, o reflexo do aumento da taxa de câmbio sobre os preços internos foi inferior a 20%.

A desvalorização coincidiu com um período de lento crescimento, e isso explica parcialmente por que a inflação não explodiu como se temia.¹⁵ Outros elementos importantes também contribuíram para isso: a) a boa administração da política monetária, que permitiu oportunos e precisos ajustes de “sintonia fina” nas taxas de juros; b) a renegociação do acordo com o FMI, que demonstrou a credibilidade dada aos ajustes fiscais e proporcionou ao Banco Central a folga necessária para intervir no mercado cambial; c) o anúncio de aumentos apenas moderados no salário mínimo em maio; e d) a decisão de adotar um regime de metas de inflação (*inflation target*).

O impacto restrito sobre a inflação, que impediu uma drástica queda no valor real dos salários, e os bons balanços publicados pelas instituições financeiras, que foram em larga medida beneficiadas pela desvalorização, ajudam a entender por que a desvalorização não afundou o país em uma recessão, como aconteceu no México e na Coréia do Sul.¹⁶ Com uma desvalorização nominal de 50%, uma inflação no consumo de 10%, uma modesta expansão no PIB, uma leve melhora na balança comer-

15 Em dezembro de 1998, a produção industrial ajustada sazonalmente estava 10% abaixo de seu pico histórico, atingido no final de 1994, e 7% abaixo do máximo de curto prazo em meados de 1998.

16 Para informações sobre a situação relativamente saudável do setor financeiro no Brasil, ver Standard & Poors (1999). A crise externa de 1999 encontrou o sistema financeiro brasileiro relativamente bem ajustado aos parâmetros definidos pelo Acordo de Basiléia. Além disso, os bancos estavam bem preparados para a perspectiva de desvalorização, especialmente após a crise asiática de 1997. Em certa medida, o Brasil beneficiou-se do fato de as crises mexicana e asiática já terem ocorrido, pois isso deu aos bancos bastante tempo para se preparar para uma possível crise.

cial, uma boa safra agrícola e sem crises do sistema financeiro, o Brasil pôde concluir a transição entre regimes cambiais com relativo sucesso.¹⁷ O processo foi embasado por importantes mudanças no regime de políticas econômicas, que combateram os desequilíbrios macroeconômicos herdados da primeira administração de Cardoso e criaram condições para um novo ciclo de crescimento sustentável. Nesse contexto, três medidas se destacaram: a adoção do regime de flutuação cambial, o estabelecimento de metas fiscais e de metas de inflação.

O novo regime cambial ampliou o espaço de manobra da política monetária e representou mais liberdade para o governo, que não precisou mais defender um certo nível da taxa de câmbio. Além disso, ele também incrementou a flexibilidade do mecanismo de preços, com o objetivo de melhor se adaptar às transformações estruturais ocorridas no Brasil desde o início da década de 90. O efeito negativo foi o risco maior de volatilidade na taxa de câmbio, o que poderia prejudicar a estabilidade de preços, os investimentos e o comércio.

A adoção das metas fiscais determinada sob o “guarda-chuva” do acordo com o FMI¹⁸ possibilitou que o Brasil aderisse à tendência mundial e emergente das regras fiscais. Como notado por Bayoumi e Eichengreen (1995, p. 32), “as restrições impostas sobre a liberdade fiscal das autoridades orçamentárias são o assunto mais noticiado a cada dia”. A tendência se intensificou nos últimos anos, em resposta a uma série de fatores, como o esforço feito pelos países membros da União Européia para atender aos critérios do Tratado de Maastricht e a implantação de programas calcados no “estilo FMI” em diversos países em desenvolvimento. Foi assim que o déficit fiscal no Brasil deixou de ser a variável que revelava a discrepância entre o clamor por gastos públicos e a disposição da sociedade em aceitar os impostos correspondentes e se tornou uma meta rigidamente estabelecida que, para ser alcançada, implicaria ajustes na receita ou nos gastos.

Uma série de medidas extraordinárias, como os impostos temporários, e os resultados da venda das empresas estatais permitiram o crescimento da receita, quando calculada como percentagem do PIB, apesar das baixas taxas de crescimento e dos altos índices de desemprego (Tabela 3). Todos esses fatores contribuíram para que o setor público alcançasse um superávit

17 A alteração na balança comercial foi bem menos impressionante que nos casos do México e da Coréia do Sul, na ausência de marcada retração do PIB, como ocorrido nesses dois países. Além disso, o Brasil presenciou uma grande deterioração dos seus termos comerciais em 1999, com uma queda de 13% na média de preços dos produtos exportados. Apesar disso, o volume de exportações cresceu 8%, enquanto as importações diminuíram 15%, o que compensou a moderada retração dos fluxos de investimento e do consumo e fez o PIB crescer 0,5%.

18 Para uma defesa da lógica dos programas do FMI, ver Mussa e Savastano (1999).

Tabela 3
Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSPs) – 1994/2001
(Em % do PIB)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001 ^a
Governo Central	10,2	2,4	2,6	2,6	4,9	2,7	2,3	1,9
Receitas	18,9	18,3	17,5	18,6	20,1	22,0	21,7	22,9
(-) Transferências (Estados e Municípios)	2,6	2,8	2,7	2,8	3,0	3,3	3,7	3,9
Receita Bruta	16,3	15,5	14,8	15,8	17,1	18,7	18,0	19,0
Despesas Não-Financeiras ^b	14,0	14,8	14,6	15,5	16,5	16,4	16,1	17,2
Pessoal	5,1	5,6	5,3	4,8	5,0	5,1	5,1	5,2
INSS	4,9	5,0	5,3	5,5	5,8	6,1	6,0	6,4
Outros ^b	4,0	4,2	4,0	5,2	5,7	5,2	5,0	5,6
Discrepância Estatística ^c	-0,9	0,2	-0,2	0,6	0,0	-0,1	0,0	0,0
Superávit Primário	3,2	0,5	0,4	-0,3	0,6	2,4	1,9	1,8
Juros Nominais	13,4	2,9	3,0	2,3	5,5	5,1	4,2	3,7
Estados e Municípios	12,1	3,6	2,7	3,0	2,0	3,2	2,2	2,2
Superávit Primário	0,8	-0,2	-0,5	-0,7	-0,2	0,2	0,5	0,8
Juros Nominais	12,9	3,4	2,2	2,3	1,8	3,4	2,7	3,0
Empresas Estatais ^d	4,7	1,2	0,6	0,4	0,6	-0,1	-0,8	-0,4
Superávit Primário	1,2	0,0	0,1	0,1	-0,4	0,7	1,1	0,9
Juros Nominais	5,9	1,2	0,7	0,5	0,2	0,6	0,3	0,5
NFSPs	27,0	7,2	5,9	6,0	7,5	5,8	3,7	3,7
Superávit Primário	5,2	0,3	0,0	-0,9	0,0	3,3	3,5	3,5
Juros Nominais	32,2	7,5	5,9	5,1	7,5	9,1	7,2	7,2
Memo:								
Superávit Primário (Meta FMI)	-	-	-	-	-	3,1	3,3	3,4

Fontes: *Secretaria do Tesouro Nacional (STN) e Banco Central. Para 2001, previsão dos autores, com base nos resultados até a metade do ano.*

^aPrevisão.

^bInclui o déficit primário do Banco Central.

^cDiferença entre os resultados "acima" e "abaixo da linha". Um valor positivo indica aumento das NFSPs.

^d(-) = Superávit.

primário consolidado de mais de 3% do PIB, em marcado contraste com a situação de anos anteriores.¹⁹

O ajuste também foi favorecido por uma série de reformas fiscais, como, por exemplo:

a) o estabelecimento de certas restrições sobre as aposentadorias, e a aprovação de uma emenda constitucional que removeu da esfera constitucional a questão dos cálculos dos benefícios das pensões (tornando-o matéria coberta pelas leis comuns);

b) a aprovação de um novo método de cálculo para os benefícios pagos a pensionistas, que reduziu a pensão dos aposentados precoces, que deixam de trabalhar quando ainda são muito jovens ou após poucos anos de trabalho;

19 Quando o acordo de 1998 com o FMI foi renegociado depois da desvalorização, ainda havia muita incerteza sobre a desvalorização, os futuros níveis da inflação e, conseqüentemente, o valor das taxas de juros e o déficit nominal em 1999. Em virtude dessa incerteza, o acordo foi assinado usando como critério de desempenho o piso para o déficit primário em vez de teto para o déficit nominal, como habitualmente estabelecido por programas do FMI.

c) a renegociação das dívidas dos estados, obtida mediante garantia associada à transferência de fundos federais aos estados, o que conferiu ao governo federal os instrumentos legais necessários para zelar pelo cumprimento dos termos negociados (em resumo, todos os níveis de governo teriam forçosamente de fazer ajustes, já que não poderiam mais contar com pacotes de ajuda do Tesouro);

d) a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal, inspirada na legislação da Nova Zelândia, que estabelece padrões de comportamento para diversos níveis de governo e define tetos para os gastos de folha de pagamento em diversos segmentos do setor público;

e) a privatização de diversos bancos estaduais que no passado eram usados como fontes locais e alternativas para o financiamento do Tesouro de diversas localidades; e

f) a privatização da maioria das companhias mantidas em propriedade dos governos estaduais, tradicionais fontes de prejuízos.

A adoção de metas de inflação representou uma mudança fundamental na condução das políticas brasileiras.²⁰ O compromisso com a estabilidade já não pode ser visto como uma figura de retórica usada em discursos oficiais, já que a mensagem para os agentes econômicos ressoa com enorme clareza: o governo deve fazer tudo ao seu alcance para atingir as metas inflacionárias. Além disso, as metas estabelecidas foram especialmente rígidas, já que determinadas com antecedência de mais de dois anos, e desprovidas de margem para ajustes a meio caminho. As metas definidas para o período 1999/2001, baseadas no IPC como padrão de referência, foram, respectivamente, de 8%, 6% e 4%, com margem de erro de 2 pontos percentuais por ano, seja para cima ou para baixo.

A confiança no novo regime também dependerá do progresso no campo dos ajustes externos. Um passo importante já foi dado nessa direção: o déficit em conta corrente caiu de US\$ 34 bilhões em 1998 para uma média de US\$ 25 bilhões no período 1999/2001 (Tabela 4). A vulnerabilidade aos fatores externos dependerá da permanência de grande parte dos fluxos de investimento externo direto, que, depois de chegarem a uma modesta quantia de apenas US\$ 1 bilhão por ano no período 1980/94, subiram para uma média anual de US\$ 13 bilhões no período 1995/98 e atingiram o dobro dessa cifra no período 1999/2001.

20 Para uma defesa das metas de inflação, ver Mishkin (1999).

Tabela 4
Déficit em Conta Corrente – 1994/2001
(Em US\$ Milhões)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
1 – Balança Comercial	10.843	-3.353	-5.556	-8.365	-6.591	-1.203	-697	1.000
Exportações	43.544	46.506	47.747	52.989	51.140	48.011	55.086	58.000
Importações	32.701	49.859	53.303	61.354	57.731	49.214	55.783	57.000
2 – Serviços	-14.743	-18.600	-21.044	-27.289	-28.799	-25.885	-25.705	-26.000
2.1 – Juros	-6.337	-8.158	-9.173	-10.390	-11.948	-15.270	-15.088	-15.000
2.2 – Lucros e Dividendos	-2.566	-2.790	-2.821	-5.749	-7.305	-4.099	-3.590	-4.500
2.3 – Outros Serviços	-5.839	-7.652	-9.050	-11.150	-9.546	-6.516	-7.027	-6.500
2.3.1 – Viagens	-1.181	-2.420	-3.594	-4.377	-4.146	-1.460	-2.086	-1.500
2.3.2 – Transporte	-2.441	-3.200	-3.480	-4.514	-3.259	-3.096	-3.307	-3.500
2.3.3 – Seguros	-132	-122	-64	74	81	-128	-4	0
2.3.4 – Governo	-327	-339	-275	-350	-385	-498	-549	-500
2.3.5 – Outros	-1.759	-1.572	-1.637	-1.983	-1.837	-1.334	-1.081	-1.000
3 – Transferências Unilaterais	2.588	3.974	2.899	2.216	1.778	2.032	1.796	1.500
Conta Corrente	-1.312	-17.979	-23.701	-33.438	-33.612	-25.056	-24.606	-23.500
Memo: Investimento Externo Direto ^a	934	2.569	9.966	15.516	22.619	26.888	30.812	18.000

Fonte: Banco Central. Para 2001, previsão dos autores, com base nos resultados até a metade do ano.

^aPortfólio não incluído.

5. Os Choques de 2001: Turbulência de Curto Prazo ou o Ocaso de um Suposto Modelo?

A economia brasileira chegou ao final de 2000 em grande forma. A meta inflacionária foi atingida, o crescimento do PIB bateu nos 4,4%, a produção industrial deu um salto de mais de 7% no último trimestre, as taxas de juros do real caíram pelo segundo ano consecutivo e os investimentos deram fortes sinais de recuperação. Animado com o desempenho, o governo afirmou que as reformas tinham finalmente dado frutos e que o Brasil pairava no limiar de um período de crescimento sustentável, com taxas que girariam entre 4,5% e 5,0%. O bom desempenho econômico também se refletiu no índice de aprovação popular do presidente, aumentando as chances do governo nas eleições presidenciais de 2002.

Contudo, as condições favoráveis não duraram muito. Após um primeiro trimestre promissor, a economia começou a enfrentar grandes dificuldades, tanto internas como externas. Primeiro, houve o aprofundamento da crise da Argentina, seguida pela súbita guinada para baixo da economia dos Estados Unidos, acontecimentos que reduziram o fluxo de capitais para a América Latina e restringiram o mercado para as exportações brasileiras. Seguiu-se a crise energética, que atingiu o país no segundo trimestre de 2001. A pior seca dos últimos 70 anos (cerca de 90% da energia brasileira é gerada por hidrelétricas), as deficiências na regulamentação e os baixos índices de investimento forçaram o governo a racionar a eletricidade para evitar interrupções no fornecimento de energia. Finalmente, no terceiro trimestre houve

o ataque terrorista contra os Estados Unidos, que lançou a economia mundial, especialmente os mercados emergentes, num estado de grande confusão. Para os países em desenvolvimento, esse foi mais um golpe a diminuir as perspectivas de exportar e atrair fluxos de capital.

Não tardou para que essa combinação de eventos tivesse um efeito dramático nas taxas de câmbio. A perspectiva de diminuição dos fluxos de capital e baixas exportações, em um país que tem obrigações externas relativamente altas, provocou uma reviravolta nas expectativas e a segunda grande desvalorização do real. A desvalorização entre dezembro de 2000 e novembro de 2001 atingiu 30%, o que gerou pelo menos três efeitos bastante graves. Em primeiro lugar, como o setor público tinha, no final de 2000, dívidas denominadas em dólar (dívida externa mais os títulos nacionais indexados em dólar), que correspondiam a 20% do PIB, o índice de endividamento público sobre o PIB disparou, apesar do ajuste fiscal feito pelo governo. Em segundo lugar, a inflação ressurgiu, empurrando a taxa de 12 meses acima da meta do Banco Central. Em terceiro lugar, como resultado disso, o Banco Central foi obrigado a elevar as taxas de juros, revertendo a tendência de queda tão arduamente perseguida desde o início de 1999. Com a deterioração dos *fundamentals*, a economia entrou em paralisação. A taxa de crescimento do PIB caiu de 4,5% (a.a.) no primeiro trimestre para 1,8% no segundo.

Em vista desse cenário, a oposição não tardou a apontar para fatos indiscutíveis como as baixas taxas de crescimento, os gargalos de distribuição energética, a inflação e as taxas de juros crescentes, o déficit em conta corrente próximo a 5% do PIB e, apesar do penoso ajuste fiscal, o aumento da dívida pública a mais de 50% do PIB. Exposta a essas críticas, a popularidade do presidente voltou a cair, ao mesmo tempo em que as pesquisas indicaram um fortalecimento da liderança dos candidatos opositoristas na corrida presidencial de 2002.

Entretanto, ao avaliar as conseqüências não imediatas da segunda maxidesvalorização, não há razão para pessimismo. Como a desvalorização de 1999 indicou, a nova política econômica brasileira tem a flexibilidade necessária para suportar choques externos sem prejuízo significativo das perspectivas de longo prazo. Assim, pode-se imaginar, dentro dos limites do provável e do razoável, que nos próximos dois anos a economia superará gradativamente as dificuldades atuais. Tal afirmação se baseia na admissibilidade das seguintes premissas:

a) a crise energética deverá acabar em 2002 como resultado de uma série de fatores, como o fim de um período de seca de rara duração, a atual expansão dos investimentos em energia feitos pelo governo, a mudança da regulamentação e o aumento dos investimentos privados em usinas termelétricas;

b) a taxa de câmbio vai se equilibrar ou o real vai se valorizar quando a Argentina reprogramar (voluntária ou involuntariamente) os pagamentos da sua dívida, os investidores vencerão o pânico que geralmente se segue a eventos dramáticos como os ataques terroristas nos Estados Unidos e o processo de ajuste na conta corrente do Brasil será potencializado ao máximo;

c) a estabilização da taxa de câmbio e os superávits orçamentários primários que hoje se aproximam de 3% do PIB levarão a dinâmica da dívida pública de volta a patamares sustentáveis; e

d) como ocorreu em 1999, a inflação responderá ao controle mais rígido da política monetária e se enquadrará nas metas estabelecidas pelo governo nos próximos anos.

Nesse contexto, um fim prematuro e wagneriano para as novas políticas está longe de ser algo inelutável, como sugerem os críticos. A nosso ver, as dificuldades atuais refletem uma grave e, em certa medida, inesperada deterioração do ambiente externo, mas o novo regime tem todas as armas para combatê-la. Analisando mais detidamente a situação recente e os eventos que sucederam os choques do início dos anos 80 e 90, conclui-se que por hora os danos à perspectiva de crescimento econômico foram relativamente pequenos. Se o próximo governo reafirmar seu compromisso com as políticas atuais (isto é, austeridade fiscal, metas inflacionárias e flutuação da taxa de câmbio) e continuar a executar a pauta de reformas microeconômicas e institucionais (ver a próxima seção), a economia tem todas as condições de retomar taxas de crescimento sustentáveis de 4,5% a 5,0% anuais assim que o cenário internacional mostrar melhoras. Nesse panorama, a inflação declinará gradativamente até atingir níveis internacionais, a vulnerabilidade a choques externos seria mitigada pelos benefícios da desvalorização sobre a balança comercial e as taxas de juros e o índice de endividamento sobre o PIB reassumiriam uma curva descendente.

6. Futuros Desafios

Mesmo que o país pareça estar em boas condições para atravessar as dificuldades atuais, seria um erro afirmar que a década de 90 esgotou a agenda de crescimento do Brasil. Há pelo menos dois grandes desafios a enfrentar. Em primeiro lugar, está a necessidade de consolidar o novo regime de políticas macroeconômicas. Pode-se mencionar, por exemplo, a necessidade de estender os ajustes fiscais a fontes de receita não temporárias, como os impostos *ad hoc*, e a falta de um banco central independente que tenha a atribuição clara de amparar a moeda e combater a inflação.

Em segundo lugar, estão as importantes reformas micro-econômicas e institucionais com relação a investimentos, produtividade e exportações, essenciais para a criação de um cenário de crescimento sustentável. Já foram feitos avanços em algumas dessas áreas: a taxa de investimentos, que na primeira metade dos anos 90 ficou abaixo de 15% (preços de 1980), subiu para 19% em 2000; a produtividade total dos fatores, que diminuía 2,4% anuais em média no período 1980/91, exibiu um crescimento de 1,7% nos anos compreendidos entre 1991 e 2000 [Bacha e Bonelli (2001)]; e as exportações, como mencionado na Seção 2, depois de um desempenho sem brilho na década inteira, mostraram sinais de recuperação após a desvalorização de 1999. Contudo, a probabilidade de consolidar ou mesmo aumentar esses ganhos seria muito mais forte se as reformas estruturais e institucionais fossem aprofundadas e expandidas para áreas como o mercado de trabalho e os sistemas fiscal e judiciário. Trata-se de um elenco de desafios conhecido como a “segunda geração” de reformas.

Com relação ao investimento, restam poucas dúvidas sobre o longo caminho que o país tem a percorrer. De acordo com certas estimativas, o nível de investimento deveria aumentar para 23%/24% do PIB a fim de que a economia retomasse taxas de crescimento anuais de aproximadamente 5%. Em vista das restrições do balanço de pagamentos, qualquer onda de investimentos teria de ser financiada pela expansão da poupança interna, baseada não apenas em uma firme atitude fiscal (já existente), mas também no aumento das economias privadas. Essas economias só podem ser beneficiadas por novas reformas no sistema de seguridade social e pelo fortalecimento e aprofundamento do mercado financeiro. As décadas de alta inflação e um sistema jurídico deficiente, que não protege os direitos dos investidores, “reprimiram” o papel do setor financeiro como mobilizador e alocador de recursos [Pinheiro e Cabral (1998)]. Há indícios abundantes de que as firmas no Brasil sofrem restrições financeiras, o que prejudica sua capacidade de investir e crescer [Thomas (2000)].

No que diz respeito à produtividade, a pauta ainda é extensa e inclui a liberalização do comércio, a privatização e a desregulamentação. Mas parece improvável que esses fatores isolados sejam suficientes para manter o crescimento das taxas de produtividade no ritmo da década de 90. A desregulamentação do mercado de trabalho parece ser a maior fonte de ganhos futuros, além da capacitação da força de trabalho, área em que o Brasil apresenta defasagem mesmo em relação aos padrões latino-americanos [Ranis e Stewart (2001)]. Ao que tudo indica, os três maiores benefícios a serem obtidos com investimentos maiores e mais eficientes na área de treinamento e educação são: a aceleração do processo de modernização; a preparação para migrar para setores mais produtivos onde se faz uso intensivo de

tecnologia, com conseqüências positivas para a economia como um todo; e a redução da desigualdade, que sempre foi a marca mais negativa na evolução da economia brasileira.

Quanto ao desempenho das exportações, a continuidade do impulso gerado após a desvalorização de 1999 dependerá quase totalmente da habilidade de o governo promover investimentos em infra-estrutura, levar a cabo a reforma fiscal e fornecer aos exportadores melhor apoio institucional e acesso mais amplo ao mercado. No caso da infra-estrutura, como mencionado antes, a privatização das empresas estatais na segunda metade da década de 90 representou um progresso considerável. Mas ainda há muito a fazer, especialmente nas áreas de energia (como demonstra a seriedade da crise atual) e de transporte. É imperativo reformar o sistema fiscal, cujas características atuais penalizam os produtores com impostos cumulativos. O aprofundamento financeiro também se destaca, como condição-chave para estimular a exportação pelas pequenas e médias empresas e para garantir a sobrevivência de firmas em setores como o do bens de capital de alto valor por unidade, onde os concorrentes estrangeiros contam não apenas com mercados de capital mais avançados, mas também com agências de crédito para a exportação patrocinadas pelo Estado.²¹

Do ponto de vista institucional, a exportação é uma atividade em que o acesso a informações sobre oportunidades de negócios é essencial. Nesse sentido, o apoio do governo à disseminação de informações constitui uma poderosa ferramenta para a promoção das exportações. Algumas iniciativas já caminham nessa direção, tal como a recentemente fundada Agência de Promoção às Exportações (Apex). Mas, se compararmos essas iniciativas com o que foi feito na Ásia, concluiremos que ainda há muito chão pela frente. Há também a questão do acesso ao mercado, que será debatida em negociações cruciais tanto pelo atual governo como pelo próximo, especialmente no que se refere à agricultura e às ações *antidumping*, e também da inserção dessas questões no contexto do Mercosul, da Área de Livre Comércio das Américas (Alca), da União Européia e da OMC.

7. Comentários Finais

Nas duas últimas décadas, o desempenho econômico do Brasil ficou muito aquém de seu potencial e de sua tradição histórica. A taxa de crescimento do PIB atingiu em média 1,5% ao ano entre 1981 e 1990 e 2,7% nos 10 anos seguintes, em forte contraste com as taxas de mais de 7% ao ano dos 30 anos

21 Para uma discussão sobre o financiamento de exportações no Brasil, ver Sucupira e Moreira (2001).

precedentes. No início dos anos 90, contudo, o país adotou uma abrangente pauta de reformas favoráveis ao mercado, numa tentativa de recuperar o antigo dinamismo econômico. Historicamente, essas reformas podem ser divididas em três períodos:

a) No primeiro (1991/94), o Brasil abandonou o tradicional regime de substituição de importações, abrindo a economia e privatizando firmas industriais. A economia reagiu positivamente, mas a alta inflação barrou os ganhos de eficiência e o crescimento.

b) No segundo período (1995/98), a primeira administração de Cardoso avançou mais um passo ao levar o programa de privatização ao setor de infra-estrutura e ao conter a inflação, que caiu de 5.000% ao ano para aproximadamente 2% em 1998. Entretanto, a demora em adotar o regime de flutuação da taxa de câmbio e a falta de disciplina fiscal levaram ao aumento do déficit fiscal e em conta corrente, o que também comprometeu o crescimento.

c) No terceiro e último período (a partir de 1999), adotou-se um novo conjunto de políticas macroeconômicas, baseado em contenção fiscal, metas de inflação e flutuação da taxa de câmbio. Pela primeira vez desde o início das reformas, o Brasil conseguiu aliar as reformas estruturais profundas a uma política macroeconômica adequada. Essa combinação, que há tanto tempo se fazia necessária, animou as esperanças de que o crescimento sustentável era um objetivo ao alcance do país. Essas expectativas foram confirmadas inicialmente por uma taxa de crescimento de mais de 4% do PIB em 2000. Contudo, após uma série de choques externos e internos, a recuperação foi interrompida em 2001 e muitos passaram a questionar a capacidade de o novo regime de políticas cumprir a promessa de crescimento.

A sucessão de choques – a escassez de energia, a crise da Argentina e a pior recessão mundial desde a década de 70 – foi um duro golpe para a economia brasileira, principalmente se analisarmos indicadores como o índice de endividamento público sobre o PIB e o déficit em conta corrente. No entanto, como mostrado pela crise cambial de 1999, o novo regime de políticas está plenamente equipado para lidar com problemas de curto prazo, como os causados pelos choques externos. Ademais, para avaliar as implicações de reformas abrangentes como as da década de 90 é preciso enxergar além dos choques. Pode-se, por exemplo, traçar um paralelo entre essas reformas e as realizadas em meados da década de 60, sob os auspícios do Plano de Ação Econômica do Governo. Em ambos os casos, foram feitas mudanças há muito necessárias tanto no âmbito das políticas econômicas como no âmbito institucional. As reformas dos anos 60 abriram caminho para o assim chamado “Milagre Econômico” (1968/73), um período de crescimento rápido e nunca depois equiparado pelo país. De modo análogo, ao desfazer os gargalos

formados depois de décadas de isolacionismo comercial e incúria macroeconômica, as reformas da década de 90 podem ser reconhecidas futuramente como o elemento que abriu caminho para um novo ciclo de crescimento acelerado.

Apesar disso, o resultado ainda depende da habilidade e da vontade política do próximo governo (2003/06) para reafirmar o compromisso do país com o livre comércio e com o novo regime macroeconômico. Isso implicaria não somente a manutenção do *status quo*, mas também a implementação de medidas para reforçar os aspectos institucionais do novo regime, e exigiria um esforço para executar a segunda geração de reformas, estimulando o investimento, a produtividade e as exportações – três elementos-chave para o crescimento sustentável.

Em uma análise mais ampla, pode-se dizer que o Brasil está na encruzilhada entre o crescimento e a estagnação. Por um lado, o país passou por reformas favoráveis ao mercado, que abriram caminho para uma recuperação sustentável. Por outro lado, certos erros na condução das políticas, especialmente nos âmbitos fiscal e cambial, e uma sucessão de choques externos fizeram com que os resultados tardassem a aparecer, especialmente em termos de crescimento. Essa demora produziu uma certa “fadiga” do processo de reformas, que minou o apoio político dado ao novo regime de políticas e, mais do que isso, à segunda geração de reformas, importantes para a consolidação dos feitos da década de 90. Se, apesar do cansaço, a tendência em prol das reformas prevalecer em 2003, a década de 90 poderá passar à história como aquela em que se construíram as fundações para um longo período de prosperidade. Mas, se os críticos triunfarem, talvez seja vista como outra década perdida.

Apêndice

Brasil: Indicadores Econômicos – 1993/2001

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
PIB (US\$ Bilhões) ^a	429,7	543,1	705,5	775,8	807,7	787,7	528,6	593,8	500,0
Crescimento do PIB (%)	4,9	5,9	4,2	2,7	3,3	0,2	0,5	4,4	2,0
Indústria (%)	7,0	6,7	1,9	3,3	4,7	-1,5	-1,6	5,0	1,5
Agricultura (%)	-0,1	5,5	4,1	3,1	-0,8	1,9	7,4	3,0	3,5
Serviços (%)	4,5	1,8	1,3	2,3	2,6	1,1	1,5	3,7	2,0
Inflação – IGP jan./dez. (%)	2.709	1.094	14,8	9,3	7,5	1,7	20,0	9,8	9,0
Deflator do PIB (%)	1.996	2.240	77,6	17,4	8,3	4,7	4,4	8,5	8,1
Taxa de Juros Real (%) ^b	7,1	24,4	25,0	16,3	18,5	26,7	15,3	10,8	10,5
Desemprego – IBGE (%)	5,3	5,1	4,6	5,4	5,7	7,6	7,6	7,1	6,5
Déficit em Conta Corrente (% do PIB)	0,1	0,2	2,5	3,0	3,8	4,3	4,7	4,1	4,7
Contas Nacionais (% do PIB, preços atuais)									
Consumo Final	77,7	77,5	79,5	81,0	80,9	80,9	80,6	79,2	n.d.
Privado	60,0	59,6	59,9	62,5	62,7	62,1	61,7	60,4	n.d.
Governo	17,7	17,9	19,6	18,5	18,2	18,8	18,9	18,8	n.d.
Formação Bruta de Capital	20,9	22,2	22,3	20,9	21,5	21,2	20,5	23,0	n.d.
Investimento	19,3	20,8	20,5	19,3	19,9	19,7	n.d.	n.d.	n.d.
Variação de Estoques	1,6	1,4	1,7	1,7	1,6	1,5	n.d.	n.d.	n.d.
Bens e Serviços Não-Fatores	1,4	0,3	-1,8	-1,9	-2,4	-2,1	-1,1	-2,2	n.d.
Exportações	10,5	9,5	7,7	7,0	7,5	7,6	10,6	9,9	n.d.
Importações	9,1	9,2	9,5	8,9	9,9	9,7	11,7	12,1	n.d.
Total	100,0	n.d.							
Ônus Fiscal, Contas Nacionais (% do PIB)	25,3	27,9	28,4	28,6	28,6	29,3	31,7	32,0	32,5

Fontes: IBGE, Ipea e FGV. Para 2001, previsão dos autores, com base nos resultados até a metade do ano.

^aPIB dividido pela taxa de câmbio média (real/dólar).

^bTaxa bruta (Selic). Deflator: IGP centrado. Desde 1995, IPC.

n.d. = não-disponível.

Referências Bibliográficas

- AMANN, Edmund, BAER, Werner. The illusion of stability: the Brazilian economy under Cardoso. *World Development*, v. 28, n. 10, p. 1.805-1.819, 2000.
- BACHA, Edmar. O fisco e a inflação. *Revista de Economia Política*, v. 14, n. 1, jan./mar. 1994.
- BACHA, Edmar, BONELLI, Regis. *Crescimento e produtividade no Brasil: o que nos diz o registro de longo prazo?* Ipea, 2001 (Seminários Dimac, 52).
- BAER, Werner. Privatization in Latin America. *The World Economy*, v. 17, n. 4, p. 509-528, July 1994.
- BAYOUMI, Tamin, EICHENGREEN, Barry. Restraining yourself: the implications of fiscal rules for economic stabilization. *IMF Staff Papers*, v. 42, n. 1, p. 32-48, Mar. 1995.
- CARDOSO, Eliana. Virtual deficits and the Patinkin effect. *IMF Staff Papers*, v. 45, n. 4, p. 619-646, Dec. 1998.
- CARDOSO, Eliana, GOLDFAJN, Ilan. *Capital flows to Brazil: the endogeneity of capital controls*. Washington, D.C.: IMF, Sept. 1997 (IMF Working Paper, WP/97/115).
- CARVALHO, Marco Antonio. *Privatização: aspectos fiscais e dívida pública*. Fundação Getulio Vargas, 2001 (Tese de Mestrado).
- DRAZEN, Alan, MASSON, Paul. Credibility of policies versus credibility of policymakers. *Quarterly Journal of Economics*, v. 109, n. 3, p. 735-754, Aug. 1994.
- FRANCO, Gustavo. *The Real Plan and the exchange rate*. Princeton University/International Finance Section, Dec. 1999 (Essays in International Finance, 217).
- GIAMBIAGI, Fabio, ALÉM, Ana Cláudia. *Finanças públicas: teoria e prática no Brasil*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1999.
- GIAMBIAGI, Fabio, MOREIRA, Maurício Mesquita (orgs.). *A economia brasileira nos anos 90*. Rio de Janeiro: BNDES, 1999.
- GOLDFAJN, Ilan, VALDÉS, Rodrigo. *The aftermath of appreciations*. Cambridge, MA: NBER, 1996 (NBER Working Paper, 5650).
- KRUGMAN, Paul. *What happened to East Asia?* 1998 (<http://web.mit.edu/krugman/www/>).
- LONDERO, Elio. Trade liberalization with a fixed exchange rate. *The International Trade Journal*, v. XI, n. 2, p. 247-276, 1997.
- MADDISON, Angus. *Monitoring the world economy 1820-1992*, Paris: OECD/Development Centre Study, 1995.
- MCKINSEY & COMPANY. *Productivity: the key to an accelerated development path for Brazil*. Rio de Janeiro, 1998.

-
- MISHKIN, Frederic. *International experiences with different monetary policy regimes*. Cambridge, MA: NBER, Mar. 1999 (NBER Working Paper, 7044).
- MOREIRA, Maurício Mesquita, CORREIA, Paulo Guilherme. A first look at the impact of trade liberalization of Brazilian manufacturing industry. *World Development*, v. 26, n. 10, p. 1.859-1.874, 1998.
- MUENDLER, M. *Trade, technology, and productivity: a study of Brazilian manufacturers, 1986-1998*. Berkeley: University of California, 2001.
- MUSSA, Michael, SAVASTANO, Miguel. *The IMF approach to economic stabilization*. Washington, D.C.: IMF, July 1999 (IMF Working Paper, WP/99/104).
- PAPAGEORGIU, D., MICHAELY, M., CHOSKI, A. M. *Liberalizing foreign trade: lessons of experience in the developing world*. Cambridge, MA: Basil Blackwell, 1991.
- PINHEIRO, A. C. Impactos microeconômicos da privatização. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 26, n. 3, p. 357-398, dez. 1996.
- PINHEIRO, Armando Castelar, CABRAL, C. *Credit markets in Brazil: the role of judicial enforcement and other institutions*. Rio de Janeiro: BNDES, 1998 (Ensaio BNDES, 9).
- PINHEIRO, Armando Castelar, FUKASAKU, Kiichiro (eds.) *Privatization in Brazil: the case of public utilities*. Rio de Janeiro: OECD/BNDES, 2000.
- PINHEIRO, Armando Castelar, GIAMBIAGI, Fabio. Brazilian privatization in the 1990s. *World Development*, v. 22, n. 5, p. 737-753, 1994.
- _____. The macroeconomic background and institutional framework of Brazilian privatization. In: PINHEIRO, Armando Castelar, FUKASAKU, Kiichiro (eds.). *Privatization in Brazil: the case of public utilities*. Rio de Janeiro: OECD/BNDES, 2000.
- PINHEIRO, A. C., MOREIRA, M. M. O perfil dos exportadores brasileiros de manufaturados nos anos 90: quais as implicações de política? In: VEIGA, P. M. (org.). *O Brasil e os desafios da globalização*. Rio de Janeiro: Relume Dumará, 2000.
- RANIS, G, STEWART, F. *Growth and human and development: comparative Latin American experience*. Yale University/Economic Growth Center, May 2001 (Center Discussion Paper, 826).
- SOUZA, Amaury. Cardoso and the struggle for reform in Brazil. *Journal of Democracy*, v. 10, n. 3, p. 49-63, July 1999.
- STANDARD & POORS. *Bank industry risk analysis: Brazil*. Dec. 14, 1999.
- SUCUPIRA, R., MOREIRA, M. M. Development, exports and trade finance: Brazil's recent experience. In: HUFBAUER, G., RODRIGUEZ, R. (eds.). *Exi-Im Bank in the 21st century; a new ap-*

proach? Washington: Institute for International Economics, Jan. 2001.

THOMAS, M. *Profits, liquidity, and domestic capital formation in Brazil since the Real Plan*. World Bank e Princeton University, May 2000.

TULLIO, G., RONCI, M. Brazilian inflation from 1880 to 1993: causes, consequences and dynamics. *Journal of Latin American Studies*, v. 28, n. 3, p. 635-666, Oct. 1996.

TEXTOS PARA DISCUSSÃO do BNDES

- 76 **DESAFIOS DA REESTRUTURAÇÃO DO SETOR ELÉTRICO BRASILEIRO** – José Claudio Linhares Pires – março/2000
- 77 **A CRISE BRASILEIRA DE 1998/1999: ORIGENS E CONSEQUÊNCIAS** – André Averbug e Fabio Giambiagi – maio/2000
- THE BRAZILIAN CRISIS OF 1998-1999: ORIGINS AND CONSEQUENCES** – André Averbug and Fabio Giambiagi – May/2000
- 78 **PREVIDÊNCIA SOCIAL E SALÁRIO MÍNIMO: O QUE SE PODE FAZER, RESPEITANDO A RESTRIÇÃO ORÇAMENTÁRIA?** – Marcelo Neri e Fabio Giambiagi – junho/2000
- 79 **CRIAÇÃO E FECHAMENTO DE FIRMAS NO BRASIL: DEZ. 1995/DEZ. 1997** – Sheila Najberg, Fernando Pimentel Puga e Paulo André de Souza de Oliveira – maio/2000
- 80 **O PERFIL DOS EXPORTADORES BRASILEIROS DE MANUFATURADOS NOS ANOS 90: QUAIS AS IMPLICAÇÕES DE POLÍTICA?** – Armando Castelar Pinheiro e Maurício Mesquita Moreira – julho/2000
- THE PROFILE OF BRAZIL'S MANUFACTURING EXPORTERS IN THE NINETIES: WHAT ARE THE MAIN POLICY ISSUES?** – Armando Castelar Pinheiro and Maurício Mesquita Moreira – June/2000
- 81 **RETORNO DOS NOVOS INVESTIMENTOS PRIVADOS EM CONTEXTOS DE INCERTEZA: UMA PROPOSTA DE MUDANÇA DO MECANISMO DE CONCESSÃO DE RODOVIAS NO BRASIL** – José Claudio Linhares Pires e Fabio Giambiagi – julho/2000
- 82 **REMUNERAÇÃO POR GÊNERO NO MERCADO DE TRABALHO FORMAL: DIFERENÇAS E POSSÍVEIS JUSTIFICATIVAS** – Marcelo Ikeda – setembro/2000
- 83 **FUSÕES E AQUISIÇÕES NO SETOR DE TELECOMUNICAÇÕES: CARACTERÍSTICAS E ENFOQUE REGULATÓRIO** – José Claudio Linhares Pires e Adely Branquinho das Dores – outubro/2000
- 84 **COMO A INDÚSTRIA FINANCIA O SEU CRESCIMENTO: UMA ANÁLISE DO BRASIL PÓS-PLANO REAL** – Maurício Mesquita Moreira e Fernando Pimentel Puga – outubro/2000
- 85 **O CENÁRIO MACROECONÔMICO E AS CONDIÇÕES DE OFERTA DE ENERGIA ELÉTRICA NO BRASIL** – José Claudio Linhares Pires, Joana Gostkorszewick e Fabio Giambiagi – março/2001
- 86 **AS METAS DE INFLAÇÃO: SUGESTÕES PARA UM REGIME PERMANENTE** – Fabio Giambiagi e José Carlos Carvalho – março/2001
- 87 **A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA DE PRIVATIZAÇÃO: O QUE VEM A SEGUIR?** – Armando Castelar Pinheiro – novembro/2000
- THE BRAZILIAN PRIVATIZATION EXPERIENCE: WHAT'S NEXT?** – Armando Castelar Pinheiro – November/2000
- 88 **SEGMENTAÇÃO E USO DE INFORMAÇÃO NOS MERCADOS DE CRÉDITO BRASILEIROS** – Armando Castelar Pinheiro e Alkimar Moura – fevereiro/2001
- SEGMENTATION AND THE USE OF INFORMATION IN BRAZILIAN CREDIT MARKETS** – Armando Castelar Pinheiro e Alkimar Moura – February/2001
- 89 **À PROCURA DE UM CONSENSO FISCAL: O QUE PODEMOS APRENDER DA EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL?** — Fabio Giambiagi – março/2001
- 90 **A BALANÇA COMERCIAL BRASILEIRA: DESEMPENHO NO PERÍODO 1997-2000** – Maurício Serrão Piccinini e Fernando Pimentel Puga – setembro/2001
-

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

Av. República do Chile, 100
CEP 20139-900 – Rio de Janeiro – RJ
Tel.: (0xx21) 2277-7447
Fax: (0xx21) 2240-3862

Offices

Brasília

Setor Bancário Sul – Quadra 1 – Bloco E
Ed. BNDES – 13º andar
CEP 70076-900 – Brasília – DF
Tel.: (0xx61) 322-6251
Fax: (0xx61) 225-5510

São Paulo

Av. Presidente Juscelino Kubitschek, 510/5º andar
Vila Nova Conceição
CEP: 04543-906 – São Paulo – SP
Tel.: (0xx11) 3471-5100
Fax: (0xx11) 3044-9800

Recife

Rua Antonio Lumack do Monte, 96 – 6º andar
CEP 51020-350 – Recife – PE
Tel.: (0xx81) 3465-7222
Fax: (0xx81) 3465-7861

Belém

Av. Presidente Vargas, 800 – 17º andar
CEP 66017-000 – Belém – PA
Tel.: (0xx91) 242-7966
Fax: (0xx91) 224-5953

Internet

<http://www.bndes.gov.br>
