

3

ANÁLISE DA EVOLUÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA DE 1999 A 2003

3.1

Introdução

Neste capítulo, apresentamos um histórico dos acontecimentos mais importantes que caracterizam diferentes situações que se desenvolveram ao longo do período de câmbio flexível no Brasil, a partir de 1999. A referência básica para este levantamento são os Boletins de Conjuntura do IPEA publicados durante esse período (IPEA, 1998 a 2003)

Em cada ano desse período, encontramos situações bastante distintas. Em 1999, a etapa mais importante é o período inicial do regime, instaurado em resposta à impossibilidade de sustentar-se o regime de bandas anterior. Este momento é caracterizado por forte desvalorização da moeda nacional em resposta a incertezas quanto ao nível de equilíbrio do câmbio e quanto à administração do sistema. Logo a seguir surge uma fase em que as ameaças à estabilidade da taxa de câmbio resultam principalmente de eventuais pressões especulativas tendo como pano de fundo o agravamento da crise argentina em resposta à própria desvalorização da moeda do Brasil enquanto a moeda argentina se mantém enrijecida em um regime de câmbio fixo. Segue-se, em 2000, um período caracterizado por condições favoráveis, tanto no âmbito interno quanto no âmbito externo. Este período se estende até 2001, quando

dificuldades começam a surgir provocadas, no âmbito interno, pelas limitações ao crescimento decorrentes da crise energética e no âmbito externo pela recessão mundial. No início de 2002 essas dificuldades se acentuam com os efeitos sobre o fluxo de capitais da declaração da moratória pela Argentina. Ao longo de 2002 a fuga de capitais se intensifica no período pré-eleitoral, com a incerteza sobre a política econômica do futuro governo. Finalmente, examinamos o período pós-eleitoral e de instalação do novo governo, em que esses problemas vão sendo superados.

3.2

Liberação do Câmbio

O controle do câmbio no Brasil era exercido, desde 10 de março de 1995 através de compras e vendas do Banco Central no mercado à vista e nos futuros, dado um regime de faixas de variação (Franco, 2000) ou “bandas cambiais”. Em janeiro de 1999, esse regime foi alterado instaurando-se um regime de flutuação livre do câmbio.

Desde maio de 1998 se iniciara um processo de gradual ampliação da banda de flutuação da moeda, que, se tivesse continuidade, eventualmente conduziria a um regime de câmbio livre num futuro distante. A trajetória visualizada pela autoridade monetária era, entretanto, de pequenos ajustes, mantendo-se estreita a banda.

A partir da crise da Ásia, em outubro de 1997, o ajuste gradual do câmbio estava associado ao êxito do programa de estabilização que envolvia, de um lado, a redução do déficit fiscal e, de outro, a manutenção de elevadas taxas de juros. A

reação externa positiva parecia indicar que a estratégia gradualista do ajuste cambial tinha razoáveis chances de sucesso, já que um dos principais fatores por detrás da crise nos países asiáticos, o profundo desequilíbrio em seus sistemas financeiros, parecia ter no Brasil pouca relevância. No entanto, seja pelas dificuldades de natureza política para implementar o ajuste fiscal necessário, seja pelo alívio provocado pelo crescimento, de certa forma surpreendente, dos fluxos de capital no início de 1998, o país foi apanhado pela crise da Rússia em posição extremamente vulnerável, com um déficit público ainda elevado e uma dívida pública em rápido crescimento.

A retomada dos fluxos de capital externo para o Brasil no início de 1998 refletia a percepção, por parte dos investidores externos, de que o governo estava disposto a adotar medidas duras para conter os efeitos da crise, com a elevação das taxas de juros sendo compensada, pelo menos em parte, por uma política fiscal mais rígida. Esse passageiro ganho de credibilidade, contudo, foi-se desfazendo à medida que se percebia a fragilidade da política fiscal, dependente de receitas extraordinárias, obtidas com a tributação de aplicações financeiras e com a concessão de serviços públicos. Externamente, a reversão no desempenho favorável das exportações, que tiveram queda de 3,5%, em decorrência da retração do mercado internacional em geral e da queda dos preços das principais *commodities* exportadas pelo Brasil, anulou os efeitos benéficos da queda das importações. O déficit em conta corrente ainda se manteve elevado por conta do crescimento no déficit da conta de serviços de fatores (pagamentos de juros e remessas de lucros e dividendos), refletindo o aumento do passivo externo líquido do país. Apesar da recessão interna e da desvalorização da taxa de câmbio real ao longo do ano, o déficit em conta corrente

subiu para 4,5% do PIB.

Com a crise da Rússia, em moratória da dívida interna a partir de agosto de 1998, esse quadro adquiriu uma dimensão ainda mais crítica, já que a situação fiscal tornava virtualmente impossível a utilização da política monetária para fazer frente ao novo cenário externo, caracterizado pela súbita retração dos fluxos de capital para países emergentes. Novamente o governo procurou responder a essa situação através do anúncio de medidas fiscais destinadas a assegurar uma trajetória intertemporal consistente para as contas públicas, com as metas de superávits primários calibradas para garantir a estabilização da relação dívida/PIB até meados do ano 2000. O acordo com o FMI, que garantiria aporte de recursos externos da ordem de US\$ 41 bilhões, reforçaria a percepção de que uma mudança fundamental no regime fiscal conduziria à desejada consistência macroeconômica, permitindo assim a continuidade do gradualismo na política cambial. Seriam fundamentais, nesse sentido, a elevação da contribuição previdenciária do funcionalismo público e maior austeridade fiscal nos estados, a ser alcançada, no curto prazo, através da implementação de acordos de renegociação de suas dívidas acertados ao longo de 1998, e, em médio prazo, através da Lei de Responsabilidade Fiscal. Essa estratégia foi consubstanciada em Programa de Estabilidade Fiscal editado pelo governo em outubro de 1998.

No entanto, após passos importantes no sentido de implementar o Programa de Estabilidade Fiscal, inclusive com a aprovação no Congresso da reforma da Previdência, que ali se encontrava em discussão há mais de três anos, o governo sofreu uma derrota significativa na votação relativa à contribuição previdenciária de servidores públicos ativos e inativos. A rejeição dessa medida, que contribuiria, em

termos anuais, com R\$ 4,1 bilhões num ajuste total de R\$ 28 bilhões, teve impacto imediato sobre os fluxos de capital, acelerando as saídas em dezembro.

O Brasil passou a enfrentar, a partir de meados de 1998, uma situação delicada em suas contas externas, com elevação do déficit em conta corrente, grande volume de amortizações e forte saída de capitais de curto prazo, o que gerou uma substancial perda de reservas . De fato, o déficit total da conta de serviços em 1998 foi superior a 30 bilhões de dólares, crescendo mais de 10%, o volume de amortizações no ano foi de 34 bilhões, 17% superior ao do ano anterior, com a média mensal do último quadrimestre da ordem de 4 bilhões de dólares contra média mensal de menos de 2 bilhões de dólares no resto do ano, e as saídas de capital em dezembro atingiam média diária superior a 100 milhões de dólares em dezembro, apenas pelo segmento livre, contra média diária de pouco mais de 10 bilhões em novembro. Como resultado, as reservas caíram de 70 bilhões de dólares no início do segundo semestre para cerca de 40 bilhões de dólares no final.

Em dezembro o país registrou uma perda de reservas de cerca de US\$ 6,6 bilhões, compensada, pelo aporte da primeira parcela de recursos do FMI, de US\$ 9,3 bilhões. As expectativas deterioraram-se ainda mais quando a contribuição dos estados ao esforço de ajuste, projetada no acordo com o FMI em 0,5% do PIB em 1999, passou a ser colocada em dúvida após a suspensão pelo novo governo de Minas Gerais, em 8 de janeiro de 1999, logo após sua posse, dos pagamentos de sua dívida recém-renegociada com o governo federal.

Na segunda semana de janeiro, o país registrava um movimento contínuo de perda de reservas que já durava cinco meses, e o estoque de reservas internacionais

líquidas — excluídos os recursos do FMI — já atingia um nível perigosamente próximo do limite mínimo de US\$ 20 bilhões estabelecido no Memorando Técnico de Entendimentos assinado entre o Brasil e o Fundo. Assim, o governo se viu diante da necessidade de preservar um nível mínimo de reservas e optou por alterar a política cambial no sentido de maior flutuação da taxa. No dia 13 de janeiro, Francisco Lopes substituiu Gustavo Franco na presidência do Banco Central e foi anunciada a adoção de uma nova banda, com intervalo de R\$ 1,20 a R\$ 1,32 por dólar, assim como foi eliminada a chamada *minibanda*, o que significava que o Banco Central só atuaria no mercado quando a taxa encostasse em alguns dos limites da nova banda larga. Além disso, foi anunciada uma regra de mudança da banda ao longo do tempo tal que, quanto mais próxima estivesse a cotação do teto da banda, menor seria o ritmo de desvalorização do teto e do piso ao longo do tempo. Na prática, o Banco Central anunciava que a desvalorização no ano estaria entre 12% e 15%.

Esta banda só seria eficaz caso o mercado acreditasse que uma desvalorização deste nível fosse suficiente para reverter o desequilíbrio externo. Os dois primeiros dias de banda mostraram que isto não aconteceu, com a cotação atingindo rapidamente o teto da banda e registrando-se a saída de mais de um bilhão de dólares em um único dia. Com o objetivo de preservar o seu estoque de reservas internacionais e evitar um novo aumento das taxas de juros, o Banco Central anunciou no dia 15 de janeiro que não mais interviria no mercado para defender a banda cambial. Na segunda-feira seguinte, dia 18, era oficializado o novo regime de livre flutuação da taxa de câmbio, com a autoridade monetária intervindo “...ocasionalmente e de forma limitada...” no mercado de câmbio.

Embora a primeira reação do mercado interno e externo tenha sido favorável à mudança, com a impressão de que o país se estava livrando de um obstáculo à redução dos juros e ao crescimento econômico, os dias que se seguiram registraram elevação das cotações, que no dia 29 atingiram R\$2,10/US\$, uma desvalorização de mais de 70% em relação à cotação de R\$1,21 observada em 12 de janeiro. Essa elevação pode ser atribuída em parte à redução do financiamento externo à economia brasileira, em oposição a demanda por divisas rígida para o pagamento de serviço de fatores e amortizações de empréstimos.

Os fluxos reais de comércio, que determinam a reversão das oscilações excessivas do câmbio, tendem a responder de forma relativamente lenta, principalmente quando se considera que tinha havido uma redução das linhas externas que permitiam o financiamento do comércio, o que acaba por impedir um volume maior de operações de antecipação de contratos de câmbio por parte dos exportadores e uma pressão maior de compra dos importadores no mercado à vista.

O principal efeito negativo imediato da mudança cambial foi sobre o nível de atividade. A desorganização introduzida nas relações entre empresas pela forte alta no valor do dólar resulta em desaquecimento dos negócios. São atingidas principalmente os agentes com dívida em moeda estrangeira. No entanto, passado esse primeiro efeito, a mudança de preços relativos estimula o aumento da produção e o investimento nos setores *tradeables* da economia. A desvalorização estimulou a recuperação das exportações, em que pese a retração da economia mundial e em particular de mercados importantes para o Brasil, como a América Latina. Já as importações são reduzidas pelo efeito direto da elevação dos preços relativos e

indiretamente, em consequência da contração do nível de atividade. Verifica-se deste modo o fenômeno de absorção doméstica sem elevação do nível do PIB.

3.3

Reversão da Desvalorização Cambial

Do ponto de vista da atividade econômica, o impacto negativo da mudança cambial foi amortecido, pelo menos na comparação com as experiências do México e dos países asiáticos, onde se observou queda acentuada do PIB, pelo fato de que no Brasil a crise cambial não se desdobrou em crise financeira. Tanto do ponto de vista da ruptura dos canais de financiamento quanto pelo efeito das perdas patrimoniais envolvidas, o impacto sobre o sistema financeiro foi reduzido. Contribuíram para isso a ação anterior do governo no sentido de sanear as instituições mais frágeis, a ampla oferta de *hedge* pública nos momentos em que aumentava a desconfiança do mercado em relação à trajetória do câmbio, e o fato de que o grau de endividamento das famílias e empresas no Brasil é significativamente inferior ao daqueles países.

O comportamento das contas externas em 1999 pode ser considerado bastante positivo, mesmo diante da grave crise cambial que o país teve que enfrentar no início do ano. O setor externo encerrou o ano com o menor déficit em conta corrente desde 1997 (US\$ 24,4 bilhões), ingresso recorde de investimento estrangeiro direto (US\$ 29,9 bilhões) e redução significativa do déficit comercial. Uma parte considerável deste ingresso de capitais destinou-se às operações de privatização (US\$ 8,8 bilhões),

mas a contribuição do regresso de capitais que deixaram o país no final do ano anterior também foi importante para a realização desse resultado positivo.

O resultado da balança comercial (déficit de US\$ 1,2 bilhão, com queda de US\$ 5,4 bilhões em relação ao déficit de 1998) ficou aquém do esperado diante da magnitude da desvalorização ocorrida. É preciso ressaltar, contudo, que o país enfrentou retração em mercados importantes para as exportações, como é o caso da Ásia até meados do ano (importante mercado de destino para as exportações de básicos e semimanufaturados) e da América Latina, que vinha absorvendo uma parcela expressiva das exportações de manufaturados. Além disso, houve uma deterioração de 18% nos termos de troca no período, com o preço médio das exportações em dólares recuando 11% e o das importações crescendo 7%. Mesmo em valor, no entanto, as exportações se recuperaram, tendo crescido em média 5% a.m., em termos dessazonalizados, no segundo semestre de 1999. Não obstante, a redução no quantum das importações, sobretudo de bens de consumo, foi a grande responsável por essa significativa redução do déficit comercial. No ano, o valor das importações de bens de consumo não duráveis apresentou queda de 39,4% e a de bens de consumo duráveis, queda de 23,7%.

O déficit em conta corrente foi mais do que coberto pelos ingressos de investimentos diretos, que alcançaram US\$ 30 bilhões, ante US\$ 25,9 bilhões no ano anterior. Destes, US\$ 8,8 bilhões corresponderam a recursos dirigidos a operações de privatização. É interessante notar que, em 1999, os fluxos líquidos de capital para a América Latina apresentaram forte retração, passando de um total de US\$ 75 bilhões, em 1998, para apenas US\$ 45 bilhões.

As necessidades de financiamento externo (déficit em conta corrente mais amortizações de operações de empréstimos e financiamentos de médio e longo prazos) foram extremamente elevadas, alcançando US\$ 76,3 bilhões, elemento que ajuda a compreender a volatilidade exibida pela taxa de câmbio. A retração dos fluxos de capital externo e a redução do diferencial de custo que tornava atraente a contratação de empréstimos no exterior, tanto pela queda dos juros domésticos quanto pelo aumento dos *spreads* de risco associados ao Brasil no mercado internacional, levaram a que apenas uma parte (cerca de 85%) dos vencimentos fosse rolada. Como houve também retração nos capitais de curto prazo (menos US\$ 6 bilhões), o resultado final foi uma perda de reservas no valor de US\$ 7,8 bilhões. O papel da flutuação das reservas e a importância das limitações dela decorrentes serão discutidos em maior profundidade na seção seguinte.

3.4

Pressões sobre o Câmbio

A taxa de câmbio permaneceu elevada durante 1999 devido à necessidade de tempo para a reação da balança comercial à desvalorização cambial, a forte concentração de vencimentos da dívida externa nos últimos meses do ano (em outubro, em particular) e as incertezas que ainda existiam quanto à capacidade do governo de realizar o ajuste fiscal em tempo hábil. No âmbito internacional, a escassez de divisas associou-se às incertezas dos investidores externos em relação à política monetária e às taxas de juros nos Estados Unidos, aos efeitos do *bug do*

milênio nos mercados financeiros internacionais e, por fim, aos desenvolvimentos políticos na América Latina, destacando-se a crise na Argentina.

Os efeitos das pressões somente foram revertidos por meio de uma seqüência de intervenções do Banco Central, possibilitada pela redefinição do valor correspondente ao piso de reservas líquidas que constava como meta no acordo com o FMI. Foi possível devido à disponibilização de cerca de US\$ 8 bilhões dos recursos do FMI para intervenção no mercado de câmbio entre março e junho de 1999. Este instrumento acabou se mostrando essencial para a reversão do processo de *overshooting* observado em janeiro e fevereiro e modificou cláusula do acordo inicial, de fins de 1998, quando o FMI exigiu que as reservas internacionais líquidas do país ficassem acima de US\$ 20 bilhões, praticamente inviabilizando a utilização desses recursos para sustentar a política cambial.

A conclusão das negociações com o FMI em março de 1999 constituiu-se num dos elementos fundamentais para a reversão das expectativas negativas. Em primeiro lugar, por permitir a utilização dos recursos obtidos junto ao Fundo e governos de países industrializados para estabilizar o mercado de câmbio. Esta possibilidade, que abriu espaço para intervenções imediatas do Banco Central no mercado, foi crucial para reverter as expectativas com relação ao comportamento futuro da taxa de câmbio, as quais vinham sendo alimentadas pelo quadro de escassez de divisas derivado da concentração de vencimentos de bônus e empréstimos bancários nos primeiros cinco meses do ano. Assim, ao longo de março a taxa de câmbio acumulou uma valorização de cerca de 20%, tendo se estabilizado em abril num patamar ligeiramente inferior ao observado no final do mês anterior. Em abril, inclusive, o

Banco Central viu-se na situação de ter de intervir na ponta compradora de modo a evitar uma apreciação ainda mais forte do câmbio, que chegou a registrar cotação de R\$1,65/US\$. Deste modo, as intervenções do Banco Central visaram a reduzir a volatilidade excessiva das cotações e não ao objetivo de determinar uma situação considerada de equilíbrio ideal.

No segundo semestre de 1999, verificou-se também uma renovada onda de pressões sobre o câmbio. Depois de haver recuado quase 25% entre março e maio, a taxa de câmbio passou a apresentar alta volatilidade e tendência de desvalorização, em especial nos meses de agosto e outubro. O câmbio nesses momentos voltou a se aproximar dos níveis observados nas semanas imediatamente posteriores à mudança do regime cambial. Essa pressão refletiu inicialmente um período de instabilidade política, e depois as incertezas com relação à trajetória da inflação e o elevado volume de amortizações da dívida externa. Num contexto de fluxos de capital externo ainda escassos, essa concentração de vencimentos acabou sendo antecipada pelo mercado. Os movimentos especulativos tinham base na percepção de que, dada a relativa escassez de recursos no mercado externo, a trajetória para as reservas internacionais estabelecida no acordo com o FMI impunha, implicitamente, limites estreitos à atuação do Bacen no mercado de câmbio no curto prazo. Essa menor atuação do Bacen abriria assim a possibilidade de ganhos especulativos, potencializando a volatilidade inerente a um mercado com pouca liquidez.

A pressão especulativa foi reforçada pelas dificuldades de outros países da América Latina. Esta, como um todo, cresceu 1,9% em 1998 e a desvalorização do real reduziu suas perspectivas de crescimento. A contração do PIB da Argentina em

1999 prejudicou seu programa de ajuste fiscal, devido à queda na arrecadação.

A perspectiva de taxas de inflação inferiores às expectativas que se formaram logo após a desvalorização teve implicações importantes sobre a condução da política monetária. No acordo com o FMI encontrava-se implícita uma política monetária bastante apertada, que reduziria a taxa de crescimento anual da base monetária de 23% no início de 1999 para cerca de 9% em dezembro. A redução das taxas de juros, portanto, tenderia a ocorrer em um quadro em que prevaleceria a redução na demanda por moeda, consequência da queda na atividade econômica, já que a oferta estaria contida com o objetivo de segurar a inflação. A desaceleração desta última, contudo, abriu espaço para uma redução mais rápida dos juros, acelerando a recuperação do nível de atividade.

A reversão de expectativas acabou se traduzindo por uma retomada dos fluxos de capital externo. Concentrados inicialmente nos recursos de curto prazo (os investimentos de portfólio registraram ingressos líquidos de US\$ 1,7 bilhão em março), em busca do diferencial de juros existente entre as taxas doméstica e externa, esses fluxos tendem a se deslocar progressivamente para captações de médio e longo prazos, especialmente após a colocação bem-sucedida de bônus soberanos pelo governo no mercado externo.

Um fato de extrema importância no que se refere à recuperação da credibilidade externa do país foi a emissão, por parte do governo brasileiro, ainda no primeiro semestre de 1999, de bônus de pelo menos US\$ 2 bilhões, com cinco anos de prazo e *spread* em torno de 675 pontos-base, custo bastante elevado, mas razoável diante da situação do mercado internacional e também pelo fato de o país ter sofrido

o ataque especulativo que resultou na flexibilização do câmbio, há apenas três meses. Muitos analistas diziam que o país poderia levar anos para retornar aos mercados internacionais de capital. O objetivo desta operação não foi captar recursos para o país, mas estabelecer um *benchmark* para futuras emissões privadas de maior prazo. O governo aproveitou a oportunidade para permitir a troca dos bônus *Brady* de prazo mais curto (*IDU*, com vencimento em 2001, e *EI-bond*, com vencimento em 2006) por estes novos bônus, retornando à prática iniciada havia dois anos, de substituição gradativa dos bônus de renegociação da dívida por novos papéis.

3.5

O Regime de Metas de Inflação e a Consolidação do Regime de Câmbio Flutuante

Apesar da instabilidade financeira nos Estados Unidos, do aumento nos preços do petróleo e da crise na Argentina, a economia brasileira cresceu mais de 4%, em 2000, com queda significativa no desemprego e com a taxa de inflação abaixo da meta de 6%. É importante mencionar que, em junho de 1999, o regime monetário de metas para a inflação foi oficialmente instituído no Brasil. Desde que a Nova Zelândia adotou o regime em 1990, um número crescente de países industrializados e em desenvolvimento seguiram o modelo. Até mesmo o Banco Central Americano (Federal Reserve), sugeriu que os Estados Unidos adotassem o sistema, além de acadêmicos que proclamavam ser este modelo útil ao Japão, no esforço de reaquecimento se sua economia. O Banco Central Europeu adotou um sistema de dois

pilares, baseado tanto em alvos monetários, quanto inflacionários, porém muitos observadores argumentam que, na prática, o sistema utilizado é muito perto de um regime de metas de inflação puro.

A América Latina também tomou parte nesta tendência mundial. Após ter registrado a maior inflação do mundo nos anos 80, a região implementou mudanças, a partir de 1990, em suas políticas econômicas. Os resultados foram dramáticos. Em 1980, quatro países registraram inflação média acima de 200% ao ano e a média regional ficou em 145%. Nos anos 90, a maioria dos países latino-americanos começou a apresentar inflação de um único dígito, com taxas próximas das verificadas em países industrializados. O regime de metas de inflação, foi adotado no Chile (em 1990), Peru (1994), México (1999), Brasil (1999) e Colômbia (1999). Em todos estes casos, a autoridade monetária implementou o sistema de metas, quando as taxas de inflação estavam muito acima dos níveis estacionários de longo prazo, aplicando o regime, de forma a permitir convergência a baixos níveis estacionários, com custos menores. Quatro dos cinco países citados da América Latina, implementaram o regime de metas de forma gradual, a única exceção foi o Brasil, que adotou o sistema de forma extremamente rápida (Hebbel e Werner, 2002).

No Brasil, foi estabelecido que o Conselho Monetário Nacional fixaria, até o dia 30 de junho de 1999, as metas de inflação para 1999, 2000 e 2001 e, a cada ano, para o terceiro ano subsequente. Em 30 de junho de 1999, o Conselho Monetário Nacional fixou como metas os valores de 8,0%, 6,0% e 4,0% para a variação do Índice de Preços ao Consumidor Ampliado para os anos de 1999, 2000 e 2001, respectivamente, assim como os intervalos de tolerância de 2 pontos percentuais para

cima ou para baixo das metas centrais. Nos dois primeiros anos do programa, a meta foi cumprida, com a inflação medida pelo IPCA situando-se em 8,9% e 6,0% em 1999 e 2000, respectivamente.

De acordo com Hebbel e Werner (2002), a autoridade monetária do Brasil implementou um sistema de metas de inflação diferente do adotado no Chile e no México, por exemplo. Para conter o *pass-through* da desvalorização, não foi empregada apenas uma política monetária restritiva para reverter as expectativas de inflação geradas pela variação cambial. Também a flutuação da taxa de câmbio foi restringida, com a geração do regime de flutuação suja. Isto, de fato, se deu através da utilização de reservas, tornada possível pela redefinição do valor correspondente ao piso de reservas líquidas que constava como meta no acordo com o FMI, como já mencionado na seção 3.4

O desempenho econômico de 2000 baseou-se na continuidade do ajustamento fiscal e na consolidação dos regimes de metas de inflação e de taxa de câmbio flutuante. Esse tripé permitiu amortecer choques externos e internos sem sacrificar a retomada do crescimento ou o controle da inflação.

O primeiro trimestre de 2000 registrou a retomada do crescimento da economia mundial desde a crise da Ásia. A melhoria das expectativas dos consumidores e empresários, a expansão do emprego e da massa salarial e o aumento da taxa de investimento reforçam o caráter genuíno dessa retomada que, além disso, foi, no caso brasileiro, acompanhada de reversão na tendência de aceleração da inflação ocorrida no final do ano anterior e de melhoria das contas externas.

Após a desvalorização cambial, a recuperação sustentou-se no setor externo que, a despeito de seu peso reduzido, garantiu o crescimento com o aumento das exportações líquidas e o influxo de investimento estrangeiro direto. As incertezas cambiais e inflacionárias inibiram a retomada do consumo e do investimento. Os investimentos, em termos dessazonalizados, cresceram 3,5% no primeiro trimestre de 2000, acumulando 6,5% de crescimento desde setembro de 1999. Em consequência, a taxa de investimento elevou-se para 19,3% do PIB, comparada com 18,8% no trimestre anterior. Além da retomada dos investimentos, exportações e substituição de importações impulsionam a produção de bens de capital. Vale lembrar que os bens intermediários lideraram a recuperação em 1999, e que vários setores dessa categoria registravam em janeiro elevados níveis de utilização da capacidade instalada. A expansão do emprego no setor industrial é outra característica distintiva da retomada do crescimento no Brasil, nesse momento. Desde novembro de 1999, o emprego na indústria passou a apresentar crescimento positivo na comparação com o mesmo mês do ano anterior. Isso não ocorria desde setembro de 1995.

A inflação reverteu a partir de novembro de 1999 sua tendência ascendente. Entre o primeiro trimestre de 2000 e o último trimestre de 1999, a taxa média mensal caiu de 0,91% para 0,32%, no IPCA, e de 1,9% para 0,46%, no IGP. A valorização do real, com o esgotamento dos efeitos dos choques de preços agrícolas, explica a mudança.

A balança comercial registrou déficit de US\$ 700 milhões, em 2000, resultado aquém do esperado dada a magnitude do ajuste cambial realizado. Na comparação do primeiro trimestre com igual período de 1999, o valor das exportações totais cresceu

20%, enquanto o quantum das exportações de manufaturados cresceu 34%. No primeiro semestre, as exportações cresceram 16,5% principalmente entre os produtos manufaturados, cujas vendas externas apresentaram expansão de 22%. No total do ano, o comportamento das exportações foi igualmente satisfatório: aumentaram 15% em valor, com destaque para o quantum de manufaturados que aumentou 17% no ano. Ao mesmo tempo, nas importações, houve reversão de trajetória de queda. Além da elevação dos preços do petróleo que dobrou o valor das importações de combustíveis, uma parcela expressiva do aumento é explicada pelo crescimento no quantum das importações de produtos intermediários, decorrência da própria retomada do crescimento da indústria. No total do ano, as importações cresceram 16,5% em valor e 24,5% em quantidade.

Dentre os fatores explicativos do elevado valor das importações, merece destaque a elevação do conteúdo importado da produção doméstica, fenômeno relacionado às características introduzidas na estrutura produtiva após a consolidação do processo de abertura comercial. A abertura econômica promovida ao longo da década de 90 implicou sensíveis elevações dos coeficientes de penetração das importações na quase totalidade dos segmentos da indústria.

Outro importante fator para explicar o fraco desempenho das contas externas foi a perda de competitividade das exportações frente à União Européia. Durante 2000 o euro acumulou considerável desvalorização em relação ao real. Mesmo considerando-se que grande parte de nossas exportações para a União Européia é composta de produtos básicos, normalmente pouco sensíveis às variações cambiais,

as exportações de produtos semimanufaturados e manufaturados para a região também são importantes.

Se, por um lado, o resultado comercial ainda permaneceu abaixo do esperado, a reversão ocorrida desde a alteração do regime cambial foi fundamental na determinação da trajetória de declínio sustentado do déficit em conta corrente. A alteração cambial também impactou significativamente alguns dos componentes da balança de serviços, contribuindo ainda mais para a redução do déficit em transações correntes. O déficit em conta corrente, no ano de 2000, foi de US\$ 24,6 bilhões que se compara com US\$ 25,1 bilhões, no ano anterior. As contas de serviços mantiveram-se praticamente constantes com o aumento de US\$ 630 milhões no déficit de viagens sendo compensado por redução de US\$ 510 milhões nas remessas de lucros e dividendos.

Na análise desses resultados, deve-se ter em conta que em um sistema de taxa de câmbio livre, o déficit em conta corrente se ajusta automaticamente aos fluxos líquidos de capitais externos aplicados no país. Em 2000, o fluxo de investimentos diretos líquido manteve-se constante em US\$ 30 bilhões, valor ainda mais expressivo quando se considera que os fluxos devidos a privatizações responderam por apenas 21% do total. Fluxos de empréstimos de médio e longo prazo foram também significativos, atingindo US\$ 10,6 bilhões que se comparam com valores negativos de US\$ 1 bilhão, em 1999. Os demais fluxos apresentaram também desempenho positivo quando comparado a 1999 e, além disso, houve redução significativa do montante de amortizações (que passaram de US\$ 17,7 bilhões para US\$ 7,4 bilhões) e aumento de 43% na captação líquida de empréstimos e financiamentos de médio e

longo prazos. Neste aspecto, cabe notar certa concentração, com o vencimento, entre julho e outubro, de cerca de 50% do total de amortizações de 2000.

Fluxos adequados de recursos externos, principalmente sob a forma de investimentos diretos, garantiram a estabilidade no mercado cambial em 2000, de tal modo que, apesar de forte volatilidade em abril e maio, devido às expectativas pessimistas no mercado acionário norte-americano, a taxa de câmbio encerrou o primeiro semestre de 2000 praticamente estável, em termos nominais, em relação ao nível observado no final do ano de 1999. Os fluxos de capital para economias emergentes totalizaram US\$ 153 bilhões em 2000. O fluxo líquido de capitais privados para a América Latina, correspondeu a mais de 50% desse total, ante os US\$ 67 bilhões registrados em 1999, quando este foi afetado negativamente pela crise brasileira no início do ano.

A constância do déficit em conta corrente e da taxa de câmbio nominal média, em relação a 1999, despertou preocupações que foram acrescidas pela percepção de excessiva volatilidade do câmbio em decorrência da instabilidade financeira externa, ao longo de 2000. No final do ano, à instabilidade financeira nos EUA somaram-se o aumento dos preços do petróleo e as incertezas quanto aos desdobramentos da crise na Argentina. Isto provocou desvalorização, pequena parcela da qual pode ser atribuída à decisão do Banco Central de reduzir a oferta de hedge cambial, rolando apenas parte da dívida indexada ao dólar vencendo em agosto e setembro.

O ambiente externo melhorou significativamente na primeira metade de 2000. Desde a mudança na postura do *Federal Reserve* norte-americano, em julho de 1999, não se observava um aumento de meio ponto percentual na taxa de juros como o que

ocorreu em maio, quando a taxa dos *Federal Funds* passou de 6% para 6,5% a.a. Em parte pela própria expectativa gerada em torno da decisão de elevação dos juros pelo FED, esse movimento teve lugar em meio a forte instabilidade nos mercados de ações, o que se refletiu na percepção quanto ao risco dos países emergentes. O prêmio de risco do *C-bond* brasileiro, medido pelo diferencial de seu retorno em relação ao dos títulos de maturidade equivalente do Tesouro norte-americano, aumentou de cerca de 6% para 8,5% a.a. entre o início de março e o final de maio. Em seguida, a elevação dos juros e os primeiros sinais de desaceleração da economia norte-americana tiveram o efeito de acalmar as expectativas, e o prêmio de risco do *C-bond* em junho recuou para o patamar de 7% a.a.. Nesse intervalo, também o ingresso de recursos externos apresentou melhora: os fluxos líquidos para aplicação no mercado acionário passaram de negativos nos meses anteriores para mais de US\$ 1 bilhão em junho, enquanto as captações de recursos de médio e longo prazos aumentavam de uma média mensal de US\$ 1,7 bilhão em abril/maio para US\$ 2,4 bilhões em junho.

Em resumo, 2000 pode ser considerado relativamente tranquilo no que diz respeito ao setor externo, apesar do resultado decepcionante da balança comercial e de uma certa volatilidade, seguida de tendência de alta da taxa de câmbio. Em termos de fluxos de capitais o país manteve desempenho excepcional nas captações de investimentos estrangeiros diretos e conseguiu reverter o fluxo negativo, observado em 1999, nas captações por meio de empréstimos em moeda. Observou-se também uma ligeira redução no déficit em conta corrente, o qual foi inteiramente financiado pelo ingresso de investimentos diretos.

3.6

Turbulências em 2001: Crise de Energia e Recessão Americana

O início do ano de 2001 foi marcado pelo otimismo, decorrente da redução de 0,5 ponto percentual dos juros pelo *FED* que se refletiu em melhoria na avaliação de *risco-Brasil*. Disto resultou a captação de US\$ 2,4 bilhões em eurobônus, a taxa de juros 1,75 ponto percentual mais baixas que a obtida em lançamento semelhante em 2000. Esse otimismo logo se desfez, quando, persistindo, a desaceleração da economia americana insinuou restrição externa à continuidade do crescimento. De fato, os destaques da conjuntura internacional passaram a ser, no Japão, o pessimismo das expectativas e o fantasma da estagnação econômica diante da fraqueza da demanda doméstica aliada às turbulências políticas, e na Europa a percepção da incapacidade de sozinha, sustentar o crescimento da economia mundial. Além disto, a partir de fevereiro, a situação argentina voltou a se deteriorar, lançando dúvidas sobre sua capacidade de saldar compromissos externos. O acordo com o FMI, pelo minguido desembolso de recursos e a incorporação do euro à paridade do peso argentino não convenceram os investidores.

Ainda assim, no primeiro trimestre, as conseqüências para a economia brasileira foram, apenas, resultados da balança comercial piores do que os esperados e retração nos fluxos de investimentos diretos. A atividade econômica manteve-se, ainda, em patamar elevado: a produção industrial, em termos dessazonalizados, permaneceu próximo ao nível alcançado em dezembro anterior.

As contas externas refletiram a força da demanda, em particular o expressivo aumento dos investimentos em máquinas e equipamentos, e o déficit comercial aumentou, atingindo US\$ 560 milhões nos quatro primeiros meses do ano, ante superávit de US\$ 166 milhões em igual período do ano anterior. Mais uma vez, as importações mostraram-se mais vigorosas do que o antecipado, crescendo 19 por cento, enquanto as exportações aumentavam 14 por cento. O déficit em conta corrente do primeiro trimestre foi de US\$ 6,7 bilhões, US\$ 2,6 bilhões a mais do que em igual período de 2000. Na conta de rendas (serviços de fatores) houve aumento de US\$ 1,6 bilhão nas despesas líquidas, sendo US\$ 620 milhões a mais em remessas de lucros e dividendos associados a investimentos diretos e US\$ 950 milhões em pagamentos de juros sobre títulos de dívida.

No mercado de câmbio, à pressão derivada do déficit em conta corrente em expansão veio somar-se a deterioração do mercado financeiro internacional. As quedas acentuadas das bolsas de valores nos Estados Unidos, as incertezas quanto à real magnitude da desaceleração da economia norte-americana e a instabilidade em relação à economia argentina refletiram-se nos mercados de títulos de países emergentes, onde os *spreads* em relação a papéis do Tesouro norte-americano aumentaram. No caso do Brasil, os *spreads* pagos subiram de 750 para 860 pontos básicos. Por sua vez, a taxa de câmbio, em trajetória de depreciação gradual desde meados do terceiro trimestre de 2000, aumentou quase 10 por cento entre março e abril, registrando alta volatilidade.

O descumprimento da meta fiscal acertada com o FMI para o primeiro trimestre levou o governo argentino ao anúncio de um novo ‘pacote econômico’,

agora de cunho fiscal. As medidas anunciadas pretendiam reduzir o déficit fiscal esperado para o ano em US\$ 4 bilhões (1,4 por cento do PIB) a fim de manter a meta de resultado fiscal negativo de US\$ 6,5 bilhões acertada com o FMI. O pacote contava, basicamente, com a elevação de impostos por meio da extensão do IVA a quase todos os setores da atividade econômica, contribuindo para a redução do déficit em US\$ 3,1 bilhões, os demais US\$ 900 milhões vindo de cortes de despesas. O compromisso com o ajuste fiscal foi necessário para permitir a renegociação do acordo que tinha sido firmado havia pouco com o FMI. O Fundo concedeu um perdão à Argentina pelo não cumprimento da meta fiscal e, em troca do compromisso com a manutenção do resultado fiscal para o ano, ainda comprometeu-se a antecipar uma parcela de US\$ 1,3 bilhão dos empréstimos previstos. Outro ponto do pacote era a redução de 13% nas aposentadorias e salários do setor público acima de US\$ 500. Os demais gastos ficariam condicionados ao desempenho da arrecadação. Segundo o governo argentino, esta seria a única forma de restabelecer a desconfiança do mercado e reduzir as taxas de juros pagas pelos títulos do tesouro (*Letes*), atualmente em 14,1% a.a. Além disso, o governo esperava um acordo com os credores que viabilize o alongamento da dívida pública interna nos moldes do *swap* recentemente realizado com os títulos da dívida externa.

Apesar do novo pacote, o pessimismo prevaleceu. O Banco Central do Brasil respondeu ao aumento da instabilidade financeira e, principalmente, ao risco de um repasse mais intenso das variações do câmbio aos preços, elevando-as em meio ponto percentual em duas reuniões seguidas. Em 2001, a inflação atingiu 7,7%, situando-se, portanto acima do valor de 6% que corresponde ao intervalo superior da meta

inflacionária. Este ano foi o início de um período de desvalorizações, que serviram de testes de estresse para o regime de metas de inflação adotado a partir de 1999.

A partir do segundo trimestre, a economia brasileira passou a sofrer também os efeitos da estiagem sobre a produção de energia elétrica. Houve queda das exportações e aumento das importações, associado a sustentação dos investimentos em patamares ainda elevados. O consumo aparente de bens de capital, que havia aumentado 34% no primeiro trimestre, desacelerou no segundo para 26%. Apesar do fraco desempenho da construção civil, cuja expansão declinou de 4% no primeiro trimestre para 0,3% no segundo, o investimento ainda se manteve crescendo 5,8% entre abril e junho, embora a velocidade tenha se reduzido em relação aos 11% de expansão no primeiro trimestre.

O agravamento da situação na Argentina continuou pressionando. Após uma troca bem-sucedida de cerca de US\$ 30 bilhões de títulos externos de vencimento curto por outros de vencimento mais longo, ainda que a taxas de juros superiores a 15% a.a. em média, o país vizinho enfrentou desconfianças sobre a manutenção do regime cambial geradas pela introdução do euro no sistema de conversibilidade. Como consequência, aumentou significativamente a demanda por proteção de passivos dolarizados (*hedge* cambial), o que adicionou um novo fator de pressão sobre o câmbio.

No final de junho, o Banco Central ensaiou uma mudança na sua postura em relação ao mercado de câmbio, até então de poucas intervenções, após diagnosticar como bolha especulativa a forte elevação das cotações. Além de intensificar a emissão de papéis com correção cambial, com colocações líquidas superiores a R\$ 8

bilhões, foram feitas intervenções diretas significativas no mercado, de cerca de US\$ 1,3 bilhão, o que acabou de fato produzindo uma queda temporária da taxa de câmbio. A nova deterioração da situação na Argentina, contudo, levou a que a política de intervenções concentradas fosse substituída por outra, de intervenções regulares, mas com volumes diluídos, destinada a cobrir até o final do ano o hiato de financiamento externo decorrente de um volume de investimentos externos diretos menor do que o esperado no início do ano, com a diferença a menor estimada em US\$ 6 bilhões.

O comportamento da taxa de câmbio nominal ao longo de junho e julho foi marcado por grande volatilidade. A crise energética e as perspectivas de desaceleração da economia contribuíram para afastar os investidores externos, reduzindo a liquidez no mercado de câmbio. Porém, os problemas financeiros enfrentados pela Argentina foram o fator preponderante na determinação da trajetória da taxa de câmbio. As idas e vindas do pacote para conter a ameaça de *default* da dívida pública no país vizinho contribuíram para que, nos dias de maior tensão, a moeda americana chegasse a ser cotada a R\$ 2,60 no câmbio comercial. Nem mesmo a ampliação das vendas de títulos públicos com indexação cambial e o anúncio do Banco Central de que venderia periodicamente uma quantidade fixa de dólares até o final do ano foi capaz de reduzir as pressões sobre o câmbio. A taxa média de julho ficou em R\$ 2,47, apresentando desvalorização de 3,8% no mês e de 25,6% no ano.

Os movimentos da taxa nominal levaram à desvalorização da taxa efetiva real (ajustada pelo INPC) de 10,6% no segundo trimestre. A desvalorização acumulada desde a flexibilização do câmbio atingiu 60,6% no meio do ano.

O efeito da desvalorização sobre as exportações foi relativamente baixo. A variação cambial amplia a perspectiva de rentabilidade das vendas ao exterior. Contudo, os efeitos positivos não são sentidos imediatamente, devido à existência de contratos previamente estabelecidos. Além do mais, a volatilidade cambial gera certa incerteza para o exportador, dificultando o estabelecimento de parâmetros para a trajetória da taxa de câmbio. Com isso, muitos contratos acabam sendo adiados. A redução no valor exportado pelo Brasil para a Argentina, em julho de 2001, foi de 15,7% quando comparado com valores de um ano atrás. Embora a Argentina tenha absorvido apenas 12% das exportações totais brasileiras no período 1996/2000, ela recebera 23% das vendas externas de produtos manufaturados.

As importações no primeiro semestre de 2001 se ampliaram em 13,7% sobre o mesmo período do ano anterior. Em julho, provavelmente refletindo a queda no nível de atividade provocada pelo racionamento de energia elétrica, as médias diárias das importações caíram 5,1% relativamente a julho de 2000. O *quantum* importado teve seu crescimento reduzido devido tanto ao desaquecimento da produção industrial quanto à desvalorização do câmbio.

O balanço de pagamentos apresentou superávit de US\$ 1,8 bilhão em junho, resultado de déficit de US\$ 2,1 bilhões em transações correntes e superávit de US\$ 3,9 bilhões nas contas financeira e de capital. Desse total, US\$ 3,2 bilhões foram ingressos no âmbito do programa de assistência financeira ao Brasil liderado pelo FMI. O déficit em conta corrente ficou US\$ 335 milhões abaixo do verificado em junho de 2000, devido à redução nas remessas de lucros (US\$ 544 milhões), uma vez que o saldo comercial foi bastante semelhante ao de 2000 (US\$ 277 milhões). Mas

observou-se elevação do déficit em transações correntes acumulado no primeiro semestre desse ano, de US\$ 11,2 bilhões em 2000 para US\$ 13,3 bilhões em 2001. Medidos em relação ao PIB, esses saldos são de 3,84% e 5,05%, respectivamente. O déficit na rubrica rendas e serviços elevou-se de US\$ 12,7 bilhões para US\$ 14,1 bilhões na comparação com o primeiro semestre de 2000. O déficit em serviços ampliou-se em US\$ 662 milhões, basicamente pela elevação de US\$ 720 milhões nas despesas com aluguel de equipamentos. O aumento de US\$ 717 milhões na renda líquida enviada ao exterior, na mesma base de comparação feita acima, decorreu da maior remessa de lucros e dividendos, que passou de US\$ 1,1 bilhão para US\$ 1,7 bilhão. Os pagamentos de juros referentes aos títulos de renda fixa ampliaram-se de US\$ 3,7 bilhões para US\$ 4,3 bilhões.

No terceiro trimestre, retração de 0,4% do PIB dos Estados Unidos encerrou o longo período de crescimento que se iniciou em 1991. O declínio dos índices de confiança dos consumidores após os atentados terroristas de setembro concluiu um processo que envolveu queda dos investimentos —11,5%, em média, nos três primeiros trimestres, em consequência do esvaziamento da bolha da nova economia no mercado acionário e da retração do consumo de duráveis causada pelo aumento das taxas de juros a partir do segundo trimestre de 1999. Os atentados sepultaram a esperança de que a redução dos juros a partir do final de 2000 poderia evitar a recessão.

Na economia mundial, destacava-se o aprofundamento da recessão no Japão, com a carência de instrumentos de política econômica capazes de reverter o quadro nesse país. A desaceleração americana significou enfraquecimento ainda maior da

demanda. A produção industrial japonesa declinou 11% no terceiro trimestre comparada com igual período de 2000.

Para os países emergentes, a deterioração do cenário externo implicou expansão mais lenta das quantidades e preços das exportações e redução dos fluxos de capital. A desaceleração das exportações já ocorria há algum tempo, refletindo o menor dinamismo da economia americana. Os atentados terroristas aumentaram as incertezas e a aversão ao risco dos investidores internacionais num contexto em que a desaceleração da economia mundial já tornava vulneráveis os países emergentes com déficits externos. As emissões de títulos caíram 60% no terceiro trimestre de 2001 e 45% na comparação com igual período do ano anterior. Os níveis de financiamento externo voltaram àqueles observados por ocasião da crise da Rússia, enquanto os indicadores de risco voltaram a piorar, embora sem retornar aos níveis do segundo semestre de 1998. A crise argentina dá o toque final no cenário internacional brasileiro. A recessão estava associada a forte contração monetária que, por sua vez, decorria da incerteza cambial. A queda da produção industrial, em outubro, foi de 10% em relação a outubro de 2000.

O contágio argentino refletiu-se no comportamento da taxa de câmbio do real que, a partir de março, passou a acompanhar de perto a cotação do índice EMBI da Argentina. Os atentados terroristas vieram exacerbar as pressões sobre a taxa de câmbio, que, iniciando o semestre em R\$ 2,33, atingiu R\$ 2,80 em 21 de setembro, com desvalorização de 43% desde o início do ano. Isso ocorreu apesar das sucessivas intervenções do Banco Central no mercado—vendendo títulos públicos indexados ao câmbio num montante líquido em torno de US\$ 10 bilhões — para reduzir essa

pressão. Muitas empresas faziam operações de *hedge* em busca de proteção contra desvalorizações adicionais do câmbio, o que acentuava ainda mais a perda de valor do real.

Mas, a taxa de câmbio apresentou uma reversão de tendência. Na última semana de outubro, inicia-se esse processo. Na segunda semana de novembro, a taxa de câmbio retorna a R\$ 2,53/US\$, seu nível mais baixo desde 23 de agosto. Essa apreciação não refletiu intervenções do Banco Central no mercado, já que as colocações líquidas de papéis cambiais praticamente se esgotaram após 10 de outubro.

Reversão da balança comercial a partir de agosto (e, em especial, ocorreu o inesperado superávit de US\$ 250 milhões em outubro) ajudou a trazer para baixo a cotação do câmbio. Além da melhora na situação das contas externas, contribuíram para a queda nas cotações a decisão do Banco Central em reduzir o montante de recursos dos bancos que estavam disponíveis para aplicações financeiras e o acordo firmado com o FMI que resultou numa liberação de mais de US\$ 4 bilhões ao Brasil em setembro.

Assim, depois de um primeiro trimestre promissor, a economia brasileira enfrentou fortes turbulências no segundo e terceiro trimestres de 2001. A partir de novembro, o horizonte desanuviou-se. Ao final de 2001, registrava-se o crescimento anual do PIB em 1,8%, sustentado pelo investimento, que aumentou 2,1%—a despeito da queda de 2,5% da construção civil, compensada pelo crescimento de quase 20% no consumo aparente de máquinas e equipamentos —, e pelas exportações líquidas, que resultaram do crescimento em volume das exportações e importações de

8,4% e 3%, respectivamente. O consumo, inclusive variação de estoques, cresceu apenas 1,3%. A taxa de investimento a preços do ano anterior teria, assim, ficado praticamente constante em relação a 2000, em 19,5% do PIB.

O ano terminou com um superávit de US\$ 3,3 bilhões no balanço de pagamentos, resultado que contrasta com o déficit de US\$ 2,3 bilhões em 2000. Entre os elementos que contribuíram para essa mudança de sinal, destaca-se a redução do déficit em transações correntes. Em 2000, o déficit atingira US\$ 24,7 bilhões e no começo de 2001 a expectativa era de um déficit crescente. No entanto, refletindo a melhora na balança comercial e o descolamento entre a economia brasileira e a crise argentina, o déficit em transações correntes terminou o ano em US\$ 23,2 bilhões. Em proporção ao PIB, no entanto, o déficit passou de 4,15% para 4,61%.

A melhora da balança comercial veio compensar o maior pagamento de juros e lucros e dividendos: aumento de quase US\$ 2 bilhões. Por outro lado, houve também uma redução de US\$ 616 milhões nos gastos com viagens internacionais, ocasionada pela depreciação cambial e pelos atentados terroristas em setembro nos Estados Unidos, que retraíram os turistas brasileiros, e de US\$ 350 milhões em transportes. O déficit em serviços não-fatores caiu 10% no ano, ficando em 5,4 bilhões de dólares. O pagamento de amortizações de médio e longo prazos teve alta importante, passando de US\$ 32 bilhões para US\$ 35 bilhões.

Do lado das fontes de recursos, destaca-se o desempenho dos investimentos estrangeiros diretos. Apesar da queda de US\$ 10 bilhões entre 2000 e 2001, o valor de US\$ 22,6 bilhões obtido no ano surpreendeu principalmente pela entrada de recursos no último trimestre, considerando que foi um período de grandes incertezas

sobre o comportamento da economia mundial, após os atentados terroristas em Nova Iorque e o acirramento da crise argentina. Com aquele valor, 97,5% do déficit em transações correntes foram financiados pelos investimentos estrangeiros diretos.

Além dos investimentos diretos, houve redução também nos desembolsos de médio e longo prazos, que passaram de US\$ 37,3 bilhões para US\$ 34,6 bilhões devido à redução de US\$ 1 bilhão no volume de empréstimos e de US\$ 4 bilhões em bônus, *notes* e *commercial papers* refinanciados; por outro lado, o volume de novos ingressos em bônus, *notes* e *commercial papers* cresceu US\$ 2,3 bilhões. As incertezas que dominaram o cenário doméstico e internacional ao longo do ano reduziram significativamente o percentual de rolagem de bônus, *notes* e *commercial papers*, de 143% em 2000 para 90% em 2001. Decisivos para o superávit no balanço de pagamentos foram os empréstimos de US\$ 6,7 bilhões recebidos pelo Bacen junto ao FMI no ano passado, em contraste com a situação de 2000, quando foram feitas amortizações líquidas de US\$ 10,4 bilhões. O país encerrou o ano de 2001 com reservas de US\$ 35,9 bilhões, estável em relação a 2000.

A taxa de câmbio encerrou 2001 a R\$ 2,32, 18,7% acima do valor de fechamento em 2000: R\$ 1,96. A história do câmbio em 2001 pode ser resumida em dois movimentos distintos. A partir de janeiro, o câmbio sofre desvalorização praticamente contínua até atingir o pico de R\$ 2,82 em 21 de setembro, inflado pelas incertezas da economia mundial em geral e da economia argentina em particular, pela instabilidade da política interna, pela expectativa de grandes necessidades de financiamento externo, pela busca de *hedge* por parte das empresas e, possivelmente, por uma bolha especulativa. No entanto, a interrupção desse processo a partir do final

de setembro trouxe uma contínua onda de otimismo, estimulada pelas boas notícias em relação ao desempenho da balança comercial e conseqüente redução no déficit em transações correntes. Ocorreu então um rápido processo de valorização cambial e em dezembro a moeda americana chegou a ser cotada abaixo de R\$ 2,30, retornando aos níveis verificados em junho. É importante destacar a intervenção do Banco Central no mercado de câmbio, que incluiu vendas diárias de US\$ 50 milhões a partir de julho, independentemente do nível da taxa de câmbio ou de outras intervenções.

3.7

Tensões Associadas à Mudança de Governo

No primeiro trimestre de 2002, a economia brasileira reverteu a trajetória recessiva iniciada no segundo trimestre de 2001. A recuperação da economia mundial veio mais cedo do que o esperado. A economia americana cresceu 5% a.a. no primeiro trimestre de 2002, com pique que era previsto apenas para o segundo semestre. A recuperação foi iniciada no último trimestre de 2001 com a retomada do crescimento dos gastos governamentais, que atingiu 7,9% no primeiro trimestre de 2002, impulsionado basicamente pelos gastos federais com defesa. No resto do ano, o PIB anual dos Estados Unidos cresceu 1,3% no segundo trimestre, 4% do terceiro trimestre e 1,4%, no quarto, em termos reais (dado anualizado, com ajuste sazonal).

A sincronia das oscilações nos níveis de atividade econômica e comércio internacional, sobretudo nas economias desenvolvidas, foi outra característica desse período. No Brasil, o PIB cresceu 0,6%, em termos dessazonalizados, ante o último

trimestre de 2001, embora caísse 1,6% em comparação com o primeiro trimestre daquele ano. Em termos dessazonalizados, o crescimento da indústria em relação ao fundo do poço, registrado em outubro de 2001, foi de 3,9%, o que representa cerca de metade da queda em relação ao pico da atividade industrial, em dezembro de 2000.

A política fiscal no primeiro trimestre manteve a meta de superávit primário, beneficiando-se de ganhos extraordinários de arrecadação que compensaram déficits maiores que o esperado na Previdência Social e nas empresas estatais federais. A redução da taxa de juros para 18,75% a.a. no início de 2002 não pôde, entretanto, ser continuada ao instalar-se o nervosismo nos fluxos de capitais externos e no mercado cambial com as eleições de outubro.

O déficit em conta corrente do primeiro trimestre foi de US\$ 3,2 bilhões, equivalentes a 2,5% do PIB e pouco menos da metade do observado em igual período de 2001. Os fluxos de capital, embora inferiores em cerca de 36% ao registrado no primeiro trimestre de 2001, cresceram ligeiramente em relação ao último trimestre do ano anterior. O percentual de rolagem para recursos de médio e longo prazos voltou a aumentar em janeiro para 130%, ante os 70% de dezembro. Na comparação com o primeiro trimestre de 2001, os investimentos diretos mantiveram-se praticamente constantes, em torno de US\$ 4,7 bilhões, o mesmo acontecendo com os investimentos em carteira. A queda concentrou-se nos fluxos associados ao financiamento do comércio exterior, com redução de cerca US\$ 870 milhões, e nos empréstimos ao setor privado, com redução de cerca de US\$ 1,5 bilhão, provavelmente refletindo a fuga dos passivos cambiais por parte das empresas.

Ao mesmo tempo, diversos indicadores relativos ao setor externo apresentaram significativa deterioração. A taxa de câmbio, que flutuava entre R\$ 2,30 e R\$ 2,40 por dólar entre março e abril, ultrapassou a barreira de R\$ 3 por dólar no final de julho. O *spread* de taxas em pontos-base, medido pelo C-Bond, que estava entre 600 e 800 até o final de abril, disparou para níveis entre 1900 e 2100 do final de julho a meados de agosto, movimento semelhante ocorrendo com o risco-Brasil medido pelo JP Morgan. Deve-se notar, entretanto, que mesmo nos momentos de maior tensão, entre o final de julho e o início de agosto, a cotação do dólar futuro sempre esteve muito próxima ou mesmo abaixo do preço à vista, sinalizando a confiança dos operadores na resolução dos problemas cambiais.

A instabilidade do período pré-eleitoral limitou as opções de política econômica e obrigou o recurso ao FMI. Nesse período, o risco-Brasil triplicou, passando de 718 pontos-base de *spread* sobre o rendimento dos títulos do Tesouro americano ao final de março para 2.314 pontos no final de julho. Com isso, houve redução na rolagem de empréstimos, bônus e *notes* das empresas brasileiras de percentuais próximos a 70% no início do ano para menos de 30% no meio do ano. Essas restrições se agravaram com cortes nas linhas de crédito para financiamento do comércio exterior. Refletindo a falta de financiamento externo, a taxa de câmbio sofreu desvalorização de 40% desde abril.

O pessimismo foi também efeito defasado da crise argentina que, ao envolver a suspensão de pagamento também de seus créditos comerciais, gerou decisões equivocadas dos órgãos reguladores nos países industrializados sobre a qualidade dos créditos comerciais brasileiros. Em janeiro de 2002, com o acirramento das tensões

políticas e econômicas na Argentina, que decidiu deixar flutuar o peso depois de 10 anos de paridade cambial com o dólar americano, o dólar no Brasil voltou a sofrer nova valorização, mas sem nunca ultrapassar os R\$ 2,50. A Argentina continuava numa trajetória descendente para a produção e ascendente para os preços. O PIB sofreu queda de 4,5% em 2001, mas comparando o quarto trimestre de 2001 com igual período do ano anterior essa queda atingiu 10,7%. A produção industrial mensal comparada ao mesmo mês do ano anterior apresentou queda de 19,7% em março, índice semelhante ao observado nos três meses anteriores. A inflação em abril de 2002 acumulava alta de 21,1% no ano. Apesar de extremamente alta para os padrões anteriores à flutuação do peso, revela um repasse do câmbio para os preços ainda bastante reduzido, já que a desvalorização cambial atingiu pouco mais de 200% até o final de abril.

Por fim, os escândalos financeiros nos Estados Unidos e a perda de dinamismo da recuperação da economia americana aumentaram a aversão ao risco no mercado financeiro internacional, contribuindo para reduzir os fluxos de financiamento para a economia brasileira.

O acordo com o FMI garantiu os compromissos externos e uma trajetória convergente para o endividamento público. Permaneceu, também, o declínio nas necessidades de financiamento externo do país, embora mantendo-se as dificuldades de satisfazê-las. O déficit em conta corrente caiu cerca de 50% dos R\$ 33,4 bilhões de 1998. Em consequência, a dívida externa líquida caiu desde 1999, tanto em termos absolutos quanto como proporção das exportações.

A flutuação da taxa de câmbio no segundo semestre garantiu a continuidade do ajuste em conta corrente e a retomada dos fluxos líquidos de capital, embora não sem custos em termos de pressões inflacionárias e instabilidade do nível de atividade. As exportações mostraram forte capacidade de recuperação depois das quedas do início do ano, mesmo com um comércio internacional relativamente estagnado e com o mercado argentino ainda em forte retração. As importações, por sua vez, mantiveram-se em queda. Embora o efeito da retração da atividade econômica seja importante, não se pode ignorar o efeito da depreciação real do câmbio.

A desvalorização cambial, por outro lado, elevou a dívida pública, forçando aumento da taxa de juros em resposta à desconfiança em relação à sustentabilidade da dívida pública. Acrescente-se que a rejeição aos títulos públicos mais longos foi amplificada pela exigência de marcação a mercado dos fundos de renda fixa. A consequência foi forte movimento de saques nas aplicações lastreadas em títulos da dívida pública, forçando o Banco Central a realizar, em volumes crescentes, operações diárias de curtíssimo prazo para enxugar o excesso de liquidez do mercado financeiro. Para reverter a retração na demanda por títulos públicos o Banco Central decidiu, a partir de junho, encurtar o perfil de vencimentos e, em seguida, recomprar até mesmo papéis de curto prazo na carteira dos fundos. Para controlar a liquidez elevou os recolhimentos compulsórios sobre depósitos à vista, a prazo e das cadernetas de poupança. Por fim, para estimular novamente as aplicações em fundos de renda fixa, reverteu parcialmente a determinação de marcação a mercado para as carteiras de títulos públicos, excluindo da regra os títulos com vencimento em até um ano.

Em setembro, ocorreu a liberação da primeira parcela de US\$ 3 bilhões do FMI. Em outubro de 2002, os bancos voltaram a aumentar sua posição vendida no mercado de câmbio, em virtude das medidas adotadas pelo Banco Central, em US\$ 1,3 bilhão. As saídas de divisas pelas contas CC-5 totalizaram US\$ 1,7 bilhão, ao passo que as operações dos bancos com seus clientes apresentaram um saldo negativo de US\$ 1 bilhão. A intervenção do Banco Central no mercado, através das modalidades à vista (“pronto”) e de linhas para exportação, é, aproximadamente, a soma algébrica dessa três parcelas, devendo ter atingido, portanto, quase US\$ 1,5 bilhão nesse mês. Para incentivar a venda de divisas por parte dos bancos comerciais, no dia 11 de outubro, o Banco Central reduziu a exposição líquida dos bancos em ouro, divisas e ativos com indexação cambial de 60% para 30% do Patrimônio Líquido Ajustado e aumentou o percentual de capital próprio referente às operações com esses ativos de 50% para 100%. Outras medidas implementadas no sentido de reverter a alta do câmbio foram a retomada das vendas diárias de divisas em volume predeterminado e o anúncio da recompra de títulos soberanos com vencimento em 2003 e 2004 no mercado internacional.

Para reverter o quadro de restrição nos fluxos de financiamento externo, o governo se viu forçado a buscar um novo acordo com o FMI. O novo acordo disponibilizou recursos da ordem de US\$ 30 bilhões — dos quais US\$ 6 bilhões ainda em 2002 — e reduziu o piso de reservas líquidas ajustadas em US\$ 10 bilhões, aumentando significativamente a capacidade de intervenção do Banco Central no mercado de câmbio. Esse acordo com o FMI teve recepção favorável nos mercados financeiros por implicar aporte além dos montantes previstos, sem exigências

adicionais àquelas já antecipadas pelo próprio governo no que se refere à política fiscal.

No período pós-eleitoral, as expectativas dos mercados financeiros sobre a política econômica do novo governo tornaram-se mais favoráveis. O alívio da tensão refletiu-se na queda do dólar, na valorização do mercado de ações e no aumento da capacidade de renovar a dívida pública. Apesar disso, o mercado cambial continuou exercendo pressão alarmante sobre as taxas de inflação. A desvalorização cambial acumulada foi de 57% até outubro e os indicadores de tendência da inflação atingiram 10% a.a. nos preços ao consumidor e 15% a.a. nos preços no atacado. A magnitude da desvalorização cambial aumentou a pressão inflacionária ao longo das cadeias produtivas, implicando repasses significativos para os preços ao consumidor. A estabilidade da demanda agregada contribuiu para o repasse inflacionário. Essa estabilidade explica-se pelo estímulo da desvalorização cambial às exportações e à substituição das importações, pelos gastos extraordinários de campanhas eleitorais, pelas quedas nas expectativas de taxa de juros real e pelas incertezas que predominaram no mercado financeiro ao longo de 2002. As incertezas cambiais e inflacionárias resultaram em fugas de ativos financeiros que se refletiram nas perdas brutas de quase R\$ 40 bilhões nos fundos de investimentos, entre junho e setembro, enquanto a captação bruta das cadernetas de poupança não passou de R\$ 18 bilhões.

Ao longo do ano, a taxa de câmbio acumulou desvalorização de 50%, cifra que atingiu 64% entre abril e outubro. O choque cambial manifestou-se a partir de junho com o aumento dos preços dos produtos exportáveis e importáveis — os chamados bens *tradeables*, especialmente alimentos que, causando elevação dos

preços no atacado, transmitiu-se para os preços administrados ou monitorados. A partir de novembro, os preços dos bens domésticos ou não-comercializáveis também aceleraram. As pressões inflacionárias nos preços ao consumidor se fizeram sentir no último trimestre, quando a taxa de inflação média mensal do IPCA se elevou para 2,1%, com pico de 3% em novembro.

Em outubro, o Banco Central elevou a taxa de juros em 4 pontos percentuais. Além disso, para amortecer o efeito expansionista que os resgates líquidos de títulos públicos exercem sobre a oferta monetária, voltou a aumentar as alíquotas de depósitos compulsórios. Por fim, para reverter as pressões no mercado de câmbio, reduziu os limites de exposição cambial das instituições financeiras e elevou a exigência de capital próprio para manter essas posições. Essas decisões contribuíram para arrefecer as pressões

A redução dos fluxos de capital para a economia brasileira foi dramática, mas, não foi um fenômeno isolado no contexto internacional. Para o conjunto dos países emergentes, os fluxos de capital em 2002 atingiram seu nível mais baixo desde 1992, início do ciclo de expansão da liquidez internacional, cujo pico ocorreu em 1997. No Brasil, foi apenas agravada pelas incertezas de um ano eleitoral e pelos elevados níveis das dívidas pública e externa.

Após a mudança do regime cambial em janeiro de 1999 até os primeiros meses de 2001, observa-se uma forte correlação entre o comportamento da produção industrial geral e o *quantum* de importações, ambas as séries dessazonalizadas. Contudo, com a desvalorização cambial iniciada em 2001, as importações caíram fortemente, em volume, até o início de 2002. Note-se que a redução das importações

não deixou de ocorrer entre o final de 2001 e os primeiros meses de 2002, a despeito da revalorização do real observada no período.

No que diz respeito ao regime de metas de inflação brasileira, houve vários desafios enfrentados, incluindo a necessidade de construção de credibilidade, que ainda está em progresso, a mudança dos preços relativos e a volatilidade da taxa de câmbio. Em função destes desafios, o Banco Central do Brasil foi obrigado a realizar grande esforço, que o levou a aprender substancialmente e melhorar seu sistema. O Banco Central reagiu fortemente a expectativas de inflação, de forma consistente com o modelo de metas de inflação. Apesar de todas as dificuldades, as expectativas do mercado têm se mantido sobre controle, mesmo diante dos choques inflacionários. As estimativas também indicam redução no grau de persistência da inflação (Minela, Freitas, Goldfajn e Muinhos, 2003).

Mesmo com a crise de confiança ocorrida na segunda metade de 2002, o modelo de metas de inflação suportou o auge da crise, permitindo que a taxa de câmbio nominal se ajustasse e a taxa de juros se elevasse, de forma a prevenir que a inflação persistisse em níveis elevados na economia. Levando em consideração a intensidade e a magnitude dos choques que atingiram a economia brasileira em 2001 e 2002, podemos considerar que a experiência brasileira tem sido um caso de sucesso para testar o regime de metas de inflação, em condições de estresse.

3.8

Início do Novo Governo

O quadro macroeconômico brasileiro no início de 2003 apresentou melhoria sensível em relação ao final de 2002. O novo governo, para demonstrar na prática seu compromisso com a estabilidade de preços, austeridade fiscal e o regime de câmbio flutuante, não vacilou em utilizar medidas amargas para conter as pressões inflacionárias e reverter o quadro de deterioração das expectativas. As principais medidas nesse sentido foram aumentar a meta de superávit primário de 3,75% para 4,25% do PIB, subir a taxa de juros de 25% para 26,5% e elevar de 45% para 60% o compulsório sobre os depósitos à vista. Além das políticas monetária e fiscal contracionistas, o governo retomou a iniciativa dos processos de reformas previdenciária e tributária.

A reversão das expectativas, contudo, veio de forma gradual devido, em parte, às incertezas crescentes no cenário externo. O risco-Brasil declinou sistematicamente de 2.400 pontos no final de setembro para 1.155 pontos na primeira semana de março, mas a cotação do dólar, depois de recuar de R\$ 3,90 em fins de outubro para R\$ 3,20 no começo de janeiro, voltou a subir para níveis acima de R\$ 3,50. A guerra no Iraque causou nervosismo nos mercados financeiros e oscilações no preço internacional do petróleo. Ocorreu, não obstante, melhoria consistente nas condições para a colocação de títulos públicos nos mercados financeiros domésticos e aumento das captações externas em janeiro.

A causa imediata do ajuste externo foi a redução do *financiamento externo* à economia brasileira, que vem ocorrendo nos últimos dois anos. Entretanto, desde outubro de 2002, o saldo mensal negativo do financiamento externo foi-se reduzindo, passando de –US\$ 3,5 bilhões naquele mês para –US\$ 0,2 bilhão em janeiro de 2003.

Na contramão desse movimento, os *investimentos diretos externos* caíram em janeiro, tanto na comparação com dezembro quanto com janeiro de 2002. Os investimentos estrangeiros no país, o principal item, saíram de US\$ 1,5 bilhão em dezembro de 2002 (nível semelhante ao observado em janeiro de 2002) para US\$ 0,9 bilhão em janeiro de 2003. A queda foi observada tanto nos investimentos em moeda quanto em conversões (de empréstimos em investimentos). Apenas os empréstimos intercompanhias apresentaram discreta melhora. Boa parte da redução foi causada pelo menor fluxo de conversões, que de 51% do total em 2002 caiu para apenas 29% em janeiro. Parte dos ingressos de investimentos externos no país resulta de conversões de empréstimos intercompanhias em investimentos. Aparecem, então, com sinal positivo no item participação no capital e com sinal negativo nas amortizações de empréstimos intercompanhias. Verifica-se, então, que a maior redução ocorreu nas conversões exclusive empréstimos intercompanhias.

Após apreciar entre o final de outubro de 2002, quando chegou a atingir R\$ 3,95/US\$ em meados de janeiro, a taxa de câmbio voltou a se depreciar, estabilizando-se ao redor de R\$ 3,60/US\$ em fevereiro. Chama a atenção o fato de, no final de 2002 e início de 2003, o risco Brasil, medido pelo C-Bond, haver se reduzido muito mais do que o câmbio, enquanto, entre o início de 1999 e o final de 2002, as duas séries apresentaram forte correlação. Possivelmente, essa mudança pode ser explicada, ao menos em parte, pelo fato de o Banco Central ter deixado de realizar intervenções no mercado cambial em janeiro. Posteriormente, a autoridade monetária explicitou uma política, de não obrigar os bancos comerciais a pagarem as

linhas de financiamento à exportação, concedidas no final do ano anterior, em moeda estrangeira.

A partir de abril, ganhou corpo uma trajetória de apreciação da taxa de câmbio simultaneamente a uma acentuada redução do risco país no mercado financeiro internacional. Esse movimento corrigiu em parte as variações extremas ocorridas no ano anterior, caracterizando-se também pela volatilidade e pela possibilidade de overshooting, mas aponta para uma recuperação da confiança na economia brasileira. Os fluxos de capital externo, ainda que concentrados no curto prazo, aumentaram de forma significativa no primeiro trimestre de 2003, ao mesmo tempo em que o desempenho do balanço de pagamentos em conta corrente, refletindo os elevados superávites comerciais, continuou surpreendendo favoravelmente. Em abril, o coeficiente de rolagem de títulos de médio e longo prazos do setor privado (*notes e commercial papers* e empréstimos e financiamentos) atingiu 95%, o maior percentual desde agosto de 2001

O *superávit comercial*, no acumulado do ano até maio de 2003, alcançou US\$ 8 bilhões, contra US\$ 1,9 bilhão no mesmo período do ano anterior. Ao contrário de boa parte de 2002, quando o aumento do superávit comercial deveu-se à redução das importações e à quase estabilidade das exportações, 2003 se inicia com ambos crescendo, com as exportações a um ritmo bem maior. As *exportações*, em maio, atingiram US\$ 6,4 bilhões, crescendo 43% contra igual mês do ano passado. Esse valor representou um recorde histórico pois, mesmo em termos dessazonalizados, a elevação foi de 16% contra o mês anterior.