

**Fundação Armando Alvares Penteado
Faculdade de Economia**

**A TAXA DE JUROS E A ESTABILIDADE
NO BRASIL**

FABIO GALIA

Monografia de Conclusão do Curso
apresentada à Faculdade de Economia
para obtenção do título de graduação em
Ciências Econômicas, sob a orientação
do Prof. Álvaro Roberto Labrada Bado.

São Paulo, 2009

GALIA, Fabio. A TAXA DE JUROS E A ESTABILIDADE NO BRASIL, São Paulo, FAAP, 2009, 42 p.
(Monografia Apresentada ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Economia da Fundação Alvares Penteado)
Palavras-chave: Plano Real – Estabilidade – Taxa de Juros – *Spread* Bancário – Crise financeira Mundial – Credibilidade.

Resumo

Esta monografia tem como objetivo a análise do patamar da taxa de juros e a importância da estabilidade no Brasil. Serão abordados os motivos que influenciam o nível da taxa de juros do ponto de vista macroeconômico e microeconômico. Uma contextualização histórica, mencionando fatos relevantes que influenciam o nível da taxa de juros, será tema do primeiro capítulo, discutindo também a importância de conquistar a estabilidade econômica consolidando o real e a economia brasileira. Posteriormente, no segundo capítulo, será feito um aprofundamento sobre o Plano Real. O plano teve sucesso em relação ao controle da inflação, mas explicitar-se-ão em detalhe os custos para esta conquista: os custos da inflação e suas implicações para os agentes econômicos e o custo da manutenção da taxa de juros em níveis elevados. Foi feita uma abordagem sobre a crise financeira internacional, suas implicações no Brasil e motivos que deflagraram este acontecimento. A forma como o Brasil enfrenta a crise demonstra a consolidação da sua economia no cenário macroeconômico global. O trabalho busca discutir a importância da estabilidade econômica, a necessidade de manter a taxa de juros em patamares elevados em relação a outros países, os benefícios e custos dentro desta relação.

SUMÁRIO

Lista de Figuras

Lista de Gráficos

Lista de Tabelas

Lista de Siglas

Resumo

INTRODUÇÃO	1
1 A NECESSIDADE E O CUSTO DA ESTABILIZAÇÃO	3
1.1	A
estabilidade: o Governo Lula e a consolidação do real	3
1.2 A taxa de juros: custo de oportunidade	5
1.3 O fator histórico	7
1.4 O Brasil e a economia global	10
2 O PLANO REAL	12
2.1 O custo da inflação	12
2.2 Os planos anteriores e o pano de fundo para o Plano Real	13
2.3 A implementação do Plano Real	17
3	A
CRISE ATUAL DO SISTEMA FINANCEIRO	29
3.1	EUA,
epicentro da crise	29
3.2 As vulnerabilidades do sistema	29
3.3 O reflexo da crise no Brasil	37
CONCLUSÃO	39
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	40

LISTA DE FIGURA

Figura 1 - Composição do *spread* e *ranking*

37

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 Investimento estrangeiro no Brasil 1994-1998 (em US\$ milhões)	24
Gráfico 2 Taxa média anual de juros reais – Brasil 1994-1998	25
Gráfico 3 Trabalho Econométrico	27
Gráfico 4 Custo fiscal das grandes crises dos mercados emergentes	33
Gráfico 5 Conta corrente global	34
Gráfico 6 Distribuição global de reservas internacionais, março de 2007	35
Gráfico 7 The Brasil cost	38

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 Inflação, PIB e taxa de investimento nos governos Figueiredo e Sarney	14
Tabela 2 Variação mensal das reservas internacionais 1994-1998	19
Tabela 3 Dívida externa e reservas internacionais 1990-1998, em US\$ milhões	24
Tabela 4 Custo Fiscal de Programas de Ajuste do Sistema Financeiro	32
Tabela 5 Trade exchange rates, budget and interest rates	36

LISTA DE SIGLAS

BACEM -	Banco Central
BC -	Banco Central
BCB -	Banco Central do Brasil
BNDES -	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico
BRIC -	Brasil, Rússia, Índia, China
CDI -	Certificado de Depósito
CPMF -	Contribuição Provisória de Movimentação Financeira
DIEESE -	Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Sócio-Econômicos
EUA -	Estados Unidos da América
FGV -	Fundação Getulio Vargas
FHC -	Fernando Henrique Cardoso
FIESP -	Federação das Indústrias do Estado de São Paulo
FIPE/USP-	Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas / Universidade de São Paulo
FMI -	Fundo Monetário Internacional
IBGE -	Instituto Brasileiro de Geografia
IDB -	Inter-American Development Bank
IGP-M -	Índice Geral de Preços do Mercado
IPC -	Índice de Preços ao Consumidor
IPCA -	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPMF -	Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira
LTN -	Letras do Tesouro Nacional
ORTN -	Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional
OTN -	Obrigações do Tesouro
PAI -	Programa de Ação Imediata
PIB -	Produto Interno Bruto
PROER -	Programa de Estímulo à Reestruturação do Sistema Financeiro Nacional
TJLP -	Taxa de Juros de Longo Prazo
URV -	Unidade Referencial de Valor

INTRODUÇÃO

O objetivo deste trabalho é apresentar as condições econômicas que colaboram para a manutenção da taxa de juros em um patamar elevado no Brasil. Desde o início do Plano Real, em 1994, a manutenção da estabilidade da moeda e do controle da inflação teve um custo alto para a sociedade brasileira. Houve vários planos econômicos e reformas monetárias diversas. Esta trajetória aumenta o valor da conquista da estabilidade. As condições exigidas para a estabilização foram caras para o país. Este custo está diretamente ligado à elevação da taxa de juros no mercado interno. Vários aspectos, entre eles, o *default* na década de 80 e as várias mudanças de moeda geraram alto grau de risco para o mercado brasileiro na ótica dos investidores internacionais.

O primeiro capítulo aborda a necessidade e o custo da estabilização da economia no Brasil. Os efeitos da inflação eram devastadores para os agentes econômicos de menor renda. Estes indivíduos eram os mais prejudicados, pois não tinham acesso aos serviços bancários que corrigiam o valor da moeda diariamente. Com isto, ocorria uma diminuição constante do poder de compra. A instabilidade gerada pela inflação foi um problema constante na economia brasileira. As taxas de inflação chegavam constantemente a patamares mensais de dois dígitos. Para o desenvolvimento econômico do país, a estabilidade era necessária, por este motivo, é de grande relevância a implantação do Plano Real.

O segundo capítulo tem como objetivo o aprofundamento da pesquisa sobre o Plano Real. A estrutura do plano, com medidas ortodoxas e heterodoxas foram fundamentais para seu sucesso. O plano trouxe novidades em relação a outros que o antecederam. A prioridade do plano era o combate à inflação. A necessidade de pedir socorro ao Fundo Monetário Internacional forçou o país a seguir as diretrizes da sua política macroeconômica. As crises financeiras internacionais obrigaram o Governo a manter as taxas de juros internas em patamares elevados para atrair o capital externo. Este comportamento tem desdobramentos importantes na economia brasileira a médio e longo prazo. O constante *déficit* em conta corrente e a mudança de regras também eram pontos que aumentavam a percepção de risco, e com isto, a necessidade de manter a taxa de juros em níveis elevados. A decisão do Governo de seguir uma cartilha econômica determinada pelos interesses do capital financeiro internacional influenciou diretamente o patamar das taxas de juros internas do país.

O terceiro capítulo aborda a crise financeira internacional de 2007. Após a

consolidação do Plano Real, a economia brasileira evoluiu consideravelmente. A taxa de juros que antecede a crise financeira de 2007 não retrata totalmente esta melhora, pois o Brasil tem uma taxa elevada em comparação com outros países. Este ponto é relevante e motiva a busca de aprofundamento sobre o assunto. Pela primeira vez uma crise internacional não resultou em um choque nas taxas de juros do Brasil. Este ponto é uma clara demonstração da evolução da condição econômica do país. O objetivo desta monografia é fazer uma abordagem sobre o patamar de juros e sobre a estabilidade econômica brasileira.

1 A NECESSIDADE E O CUSTO DA ESTABILIZAÇÃO

1.1 A estabilidade: o Governo Lula e a consolidação do real

No início de janeiro de 2003, o grande desafio era o que aconteceria durante o mandato do recém-eleito presidente Luiz Inácio Lula da Silva. Nos meses anteriores as condições econômicas se enfraqueceram expressivamente pelo aumento da incerteza. Um presidente que tinha exercido um único mandato de deputado iria assumir o país. O Plano Real, a estabilidade e o controle da inflação estariam sendo colocados à prova. Segundo Malan (2004), estes dois pontos são absolutamente necessários para o desenvolvimento sustentável. Segundo a Bloomberg (2008), o dólar chegou a valer R\$ 4,00 e o risco Brasil chegou quase a 3000 pontos, significando que os títulos do governo brasileiro remunerariam 30% acima dos títulos norte-americanos. A sinalização do mercado era nítida. O Plano Real e a economia brasileira estavam encarando um desafio.

Anteriormente a política econômica deu uma continuidade aos dois mandatos do presidente Fernando Henrique Cardoso. Hoje, no segundo mandato do presidente Lula, no sétimo ano de governo, o Plano Real está consolidado, segundo Meirelles (2008). A diferença é que Lula não enfrentou crises econômicas externas. Com estas condições favoráveis, a economia se consolidou. O tripé adotado por FHC e mantido por Lula foi fundamental. Este é constituído de um regime de metas de inflação, câmbio flutuante e superávit primário. Os números confirmam a consolidação do Real. O dólar ao redor de R\$1,70, a inflação dentro da meta de 6,5% ao ano, reservas internacionais de US\$ 200 bilhões, superávit comercial de US\$ 40 bilhões em 2007 e crescimento de PIB superior a 5%. O Brasil que decretou moratória na década de 80 se tornou um país credor. Mas a grande questão é: mesmo com estes números, porque nossa taxa de juros ainda é tão elevada? O Brasil paga 13.75% ao ano, quando os Estados Unidos pagam 2%, a Europa, 4 %, a Rússia, 7%, a China, 7%, e a Índia, 9%, segundo a Reuters (2008). Comparado com outros países do BRIC (Brasil Índia China Rússia), os juros brasileiros são os mais altos, segundo o cálculo da teoria da paridade da taxa de juros (FRANKEL, 1992).

Constata-se que a consolidação da moeda era uma condição necessária para a estabilidade econômica do Brasil. A inflação tirava o poder de compra dos agentes

econômicos com menor poder aquisitivo. Estes agentes não possuíam mecanismos para se defender da inflação. Quando recebiam seus salários, os preços já haviam subido e eles tinham um salário real menor em relação ao mês anterior, portanto, o poder de compra era menor. Os agentes econômicos de maior renda tinham a opção de manter seu dinheiro aplicado nos bancos, o que permitia que o poder de compra se mantivesse, pois a correção monetária tendia a acompanhar a inflação. Com isso, a maioria da população era penalizada pela inflação, em quanto uma minoria ficava protegida dos efeitos da perda do poder de compra. Com a estabilidade da moeda, os agentes econômicos melhoraram seu poder de compra. Outra vantagem: o agente podia programar-se, pois tanto a sua renda, quanto os preços tendiam a se manter constantes se comparados com os momentos de grande volatilidade ou mesmo durante períodos considerados não voláteis.

A estabilidade econômica é imprescindível para a implementação de medidas governamentais para a promoção de um desenvolvimento sustentável, além de trazer outros benefícios aos agentes econômicos das classes média e baixa. Os agentes econômicos começaram acessar ao crédito com mais facilidade. No Brasil, a economia é alavancada ao redor de 30% do PIB, o que é considerado pouco em relação ao resto do mundo, segundo Mantega (2008). A elevada taxa de juros compromete o aumento da oferta de crédito, mas sem a estabilidade econômica a oferta seria ainda menor. Os agentes econômicos começaram a acessar muitos bens de consumo que antes não podiam, usando o crédito direto ao consumidor. O agente aceita pagar uma taxa de juros alta, desde que a parcela do pagamento caiba no seu orçamento. Este comportamento é conhecido como o comprador de parcela. Desta maneira o consumidor conseguia comprar produtos a que antes não tinha acesso. O problema é que o custo é elevado, mas como o consumidor tinha uma demanda reprimida, aceitava pagar o preço. A estabilidade trouxe benefícios como o aumento do consumo, um crescimento do mercado interno e uma melhor distribuição de renda. O país entrou em um ciclo positivo que fortaleceu sua condição econômica perante o resto do mundo. Esta consolidação da economia do Brasil teve como um dos pilares de sustentação mais importantes a estabilidade da moeda com o sucesso do Plano Real.

O Plano Real passou por vários obstáculos no decorrer da década de noventa, durante seus primeiros anos. As crises internacionais foram grandes complicadores que necessariamente tiveram que ser vencidos. Os fatores exógenos negativos que se intensificavam durante os períodos das crises, obrigavam o governo a tomar medidas impopulares que tinham efeitos colaterais danosos para a economia do país. A elevação da taxa de juros em níveis recordes teve efeitos imediatos e caros sobre a economia. Este assunto

será analisado com mais profundidade nos próximos capítulos desta monografia. O importante é a constatação de que mesmo com o alto preço que foi pago pelo país, se conseguiram a consolidação do Plano Real, a estabilidade da moeda e o controle da inflação.

1.2 Taxa de juros: custo de oportunidade

A taxa de juros é a remuneração dada ao dinheiro. O dinheiro tem valor no tempo. O custo de oportunidade está ligado à escolha entre fazer algo agora para deixar de fazer outra coisa. A escolha pode ser de trabalhar agora para desfrutar depois ou desfrutar agora e trabalhar mais tarde, segundo Fonseca (2005). A relação de poupar e gastar (*trade-off*)¹ está relacionada com a taxa de juros. A escolha sempre existe, mas o fator tempo sempre é um limitador para todos. Esta escolha pode ser comparada com um “procedimento que abre essa possibilidade e dá a ela uma dose de realidade na vida prática dos seres vivos. É a troca intertemporal”, segundo Fonseca (2005). Constata-se que as escolhas no mundo financeiro estão diretamente ligadas aos níveis em que a taxa de juros está situada. A alta taxa de juros seria o prêmio recebido para não gastar agora, aguardar e gastar mais tarde. Na outra ponta, a alta taxa de juros é o preço que deve ser pago por quem não tem o dinheiro, mas quer gastá-lo agora. Quando a taxa de juros está no patamar considerado baixo, a decisão é de gastar agora, porque não vale à pena esperar e receber o prêmio que seria pago caso se aguardasse para gastar depois.

A iniciativa privada leva em consideração vários elementos antes de tomar as decisões de investimentos. Estas iniciativas são relevantes para o crescimento de uma economia. Quanto maiores forem os investimentos, melhores as condições para o aumento de empregos e de renda que serão criados. Os investimentos estão diretamente ligados à capacidade produtiva. O aumento da competitividade, da renda e do emprego pode começar um ciclo virtuoso de crescimento, favorecendo a consolidação de uma economia. O Brasil com altas taxas de juros pesa de forma negativa na avaliação das empresas no momento de tomar as decisões de investimentos. A situação, no caso de empresas multinacionais, desestimula o investimento estrangeiro no país. Para empresas nacionais, a consequência pode ser pior, pois

¹ O termo *trade-off* é muito utilizado em economia e diz respeito ao processo de escolha e suas implicações.

a decisão de não investir e manter o recurso no banco rendendo juros pode estar alimentando a ciranda financeira, o que não favorece o crescimento econômico e a melhora das condições da economia real.

Empresas de vários segmentos como, por exemplo, indústrias fabricantes de produtos de bens de capital consideram historicamente uma média de margem de lucro de 6% a 8% ao ano como bom resultado, segundo a FIESP (2008). Durante os dois primeiros anos do primeiro mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso, início do Plano Real, as taxas médias de juros reais oscilaram entre 24,8% e 33,1% ao ano, dados do Dieese (2008). Isto significa que, caso a empresa faça uma aplicação em renda fixa, como comprar letras do tesouro, ela recebe uma remuneração de três a cinco vezes maior que se investir na sua produção. Na produção a empresa não está livre de riscos. Tem riscos de mercado, custos trabalhistas, custos tributários, risco de inadimplência e outros mais. Conclui-se que estas altas taxas de juros contribuíram de maneira considerável para diminuir os investimentos produtivos no país.

A estabilidade tinha como um dos propósitos atrair investimentos estrangeiros para o país. Estes investimentos eram importantes por motivos já mencionados. O capital estrangeiro que o Brasil mais atraiu foi o capital de curto prazo. Este não é o capital produtivo, mas o capital especulativo. O motivo do ingresso deste capital era o grande diferencial entre as taxas de juros internacionais e a do Brasil. Por muitos anos foram feitas operações de arbitragem em que os estrangeiros emprestavam dinheiro em mercados que cobravam juros de 2% a 5% ao ano e aplicavam aqui a taxas muito mais altas, lucrando a diferença. Nos momentos de crises internacionais em que o real sofria forte desvalorização, o governo era forçado a aumentar substancialmente a taxa de juros para conter a fuga do capital especulativo. O custo para o financiamento da dívida crescia substancialmente, segundo o BCB (2008). Fora este custo direto, ou seja, os juros pagos para financiar a dívida, existe outro custo que talvez seja mais caro ainda: o custo da falta de estabilidade. Sem a estabilidade os investimentos diminuem, os projetos não são executados e com isto o desejado crescimento econômico não acontece.

A taxa de juros está ligada ao custo de oportunidade e também ao prêmio que o investidor exige para fazer a aplicação. O Brasil, tendo as mais altas taxas de juros, sinaliza que é o país que o investidor estrangeiro considera mais arriscado para colocar o seu dinheiro. O alto déficit das contas do governo dificultava a redução das taxas, pois a necessidade de financiamento era alta. O governo precisa do investimento estrangeiro para cobrir suas contas. Com isto, o investidor estrangeiro ficava mais exigente e, caso o governo não mantivesse a

taxa a patamar elevado, retirava seu recurso do país. O fator risco também é predominante para a determinação do prêmio que o investidor exige. A grande dificuldade de mensurar o risco é muitas vezes a causa de o país ter que pagar taxas de juros tão altas. Possivelmente elas não estão coerentes com o risco que o país oferece, quando comparado com o mercado internacional. Quando o governo alimenta a manutenção das taxas a patamares elevados, está contribuindo para dificultar a queda dos juros.

1.3 O fator histórico

O Brasil teve por várias vezes o problema da instabilidade econômica durante o século passado. Segundo Abreu (1990), o governo do presidente Getúlio Vargas, de 1951 a 1954, implementou duas tentativas de estabilização. Existia um confronto de correntes de pensamento, uma era mais conservadora e a outra, mais nacionalista. Dutra herdou uma condição de alta inflação provocada pelo desequilíbrio financeiro das contas internas. O governo tinha um projeto constituído de duas partes. A primeira era a estabilização econômica. Para isso, era necessário equilibrar as contas públicas, elevar a taxa de juros e conter a inflação. A segunda era estimular o crescimento. Segundo Abreu (1990), existia uma grande semelhança entre esta condição e a ocorrida nos primeiros governos republicanos da virada de século. Percebe-se que o problema da estabilidade é recorrente, pois o próprio presidente Vargas fazia comparações com situações anteriores. Há certa semelhança entre esta época e o desafio da consolidação do Plano Real. A estabilidade era a condição inicial para colocar em andamento qualquer plano. Esta problemática será explicitada com os seguintes exemplos.

A alta inflação e a instabilidade econômica contribuíram para uma tendência de alta na taxa de juros, porém com um limitador. A chamada Lei da Usura está em vigor em forma do Decreto n. 22.626, de 7 de Abril de 1933, segundo Planalto (2008). Este limitador proíbe a cobrança de juros acima de 12% ao ano. Este ponto limitava consideravelmente a política monetária que os governos adotariam para influenciar a economia. O país ficava mais sensível em relação às crises internas e externas, desvalorizações da moeda e outros fatores que influenciavam consideravelmente o desenvolvimento econômico. Segundo Furtado (2002), existe uma relação de dependência entre as economias periféricas e as economias centrais. Os

países centrais tinham maiores vantagens comparativas sobre produtos que tinham nível tecnológico mais elevado. Portanto, o grau de dependência do Brasil aumenta em relação aos países centrais, quando o número de ferramentas para influenciar a economia interna diminui. Sem poder usar a alta nas taxas de juros como instrumento de política monetária, esta dependência pode chegar a ser enorme. A relação é determinada pelas trocas de comércio internacional entre os países, segundo Furtado (2002). Portanto, conclui-se que o Brasil tende a obedecer ao ritmo que era ditado pelos países centrais.

Constata-se que nos momentos em que a inflação estava acima de 12% ao ano, a remuneração sobre a aplicação era negativa. Em 1964, o Sistema Financeiro Nacional passa por uma reforma. Neste ano, foi criada a ORTN – Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional pela lei 4357, Tesouro (2008). A ORTN era um título público federal emitido pelo Tesouro Nacional. O objetivo do título era pagar remuneração corrigida pelos índices inflacionários que eram calculados pelo próprio órgão do governo. O Tesouro Nacional usava a ORTN para financiar a dívida pública. Outro ponto relevante é que o governo criou uma ferramenta para fazer política monetária, algo que não existia anteriormente. O valor do título era usado como um indexador. Estes títulos foram criados em 1964 e existiram até 1986. Em 1986, foi criada a OTN – Obrigações do Tesouro Nacional, pela lei n. 2.284, Tesouro (2008). A OTN foi criada para substituir a ORTN. A criação da ORTN teve vários aspectos representativos para a economia brasileira. O governo criou uma forma de manter o valor do dinheiro em relação à inflação. Com esta correção monetária, estava-se abrindo um largo campo para o desenvolvimento do sistema financeiro nacional. As aplicações financeiras agora ficariam mais atrativas, pois antes tinham a limitação de 12% imposta pela lei da Usura. Esta limitação mantinha quase a totalidade dos investimentos em ativos reais, e, a partir deste momento, começariam a surgir os investimentos em ativos financeiros. Ocorreria também o início do desenvolvimento do sistema bancário nacional.

O governo criou uma forma para financiar sua dívida. Os títulos do governo se tornaram atrativos, pois estavam remunerando o capital do investidor a juros reais. O investidor tinha não só uma correção monetária que o protegia da inflação, mas também um ganho real. Os títulos federais foram conquistando a confiança do investidor e, no ano de 1969, a dívida já representavam 5% do PIB, segundo BCB (2008). Em 1970, a lei 1079/70 criou as LTN – Letras do Tesouro Nacional. (BCB, 2003).

O propósito foi similar ao da criação da ORTN, o financiamento da dívida do governo.

As letras foram concebidas para atrair mais investimentos que as ORTNs.

Elas tinham algumas diferenças que o investidor demandava. Entre elas, podemos citar

como a primeira diferença era que o prazo do vencimento das letras era menor. Portanto, o instrumento tinha a capacidade de captar recursos de curto prazo. Outra diferença importante era que as letras tinham sua indexação pós-fixada. O interesse do governo em aumentar o volume dos negócios com seus títulos era poder financiar sua dívida e ao mesmo tempo ter um instrumento de política monetária mais eficiente.

Antes da consolidação do Plano Real, a existência de pontos negativos na nossa história traz um custo alto e não desejado ao país. Os momentos de grande expansão econômica do Brasil acompanharam um expressivo aumento no déficit das contas públicas para financiar este avanço. Este enfraquecimento das contas é uma forte sinalização do aumento da vulnerabilidade e, portanto, é tido como maior risco pelo investidor. Isto se traduz na necessidade do aumento da taxa juros para o governo se financiar. A expansão econômica do governo de Juscelino Kubitschek com o lema de “Cinquenta Anos em Cinco” pode ser citado como um exemplo. Neste período, 1956-1961, o país teve expressivo crescimento e inflação sobre controle. O problema foi o endividamento. A dívida externa cresceu 70%, o que deixaria de herança um pedido de moratória, segundo Abreu (1990). O crédito está ligado ao comportamento histórico, portanto estes itens podem influenciar na alta taxa de juros que o investidor exige para investir no Brasil.

Posteriormente, no governo do presidente José Sarney, o Brasil declarou mais uma vez a moratória. A dívida externa era de US\$ 121 bilhões e as reservas eram de US\$ 4 bilhões. A hiper-inflação foi uma das grandes responsáveis pela crise. Estes fatos sempre foram lembrados pelo mercado internacional, elevando o custo da captação de recursos. Como existia o precedente de calote, o prêmio, nível de juros exigidos, era sempre mais elevado. O alto endividamento das contas públicas e a ineficiência do Estado também contribuíam negativamente, segundo BCB (2008).

A instabilidade monetária no Brasil era constante. Mesmo com um crescimento médio de 7 %, entre 1950 até meados de 1970, para o mercado internacional a incerteza do mercado interno brasileiro representava mais. A moeda tem três funções: reserva de valor, medida de valor e instrumento de troca. Desde 1964, o Brasil teve nove trocas de moedas: Cruzeiro (1964), Cruzeiro Novo (1965), Cruzeiro (1970), Cruzeiro (1984) corte de zeros, Cruzado (1986), Cruzado Novo (1989), Cruzeiro (1990), Cruzeiro Real (1993), Real (1994), segundo BCB (2008). O mercado exige um prêmio por esta instabilidade, pois a mudança de moedas dificulta mensurar o risco cambial. Em economias abertas, a taxa de retorno esperada interna deve ser equivalente à taxa de retorno esperada de outro país, menos o risco cambial, segundo

a Teoria da Paridade da Taxa de Juros de Frankel (1992).

A Teoria da Paridade da Taxa de Juros defende que a diferença entre a taxa de câmbio futura e a taxa de câmbio à vista deve ser a mesma entre a taxa de juros entre os dois países. Em relação ao dólar futuro, a oscilação do Real é muito menor que os 11.75% que representam o diferencial entre as taxas de juros de ambos os países. Este número aponta para o fato de que a taxa de juros no Brasil está muito elevada para os padrões internacionais. Mesmo assim, a curva de juros futura ainda aponta para novas elevações. Possivelmente a desaceleração global possa contribuir para a reversão do aumento da taxa e o começo da redução para patamares menores. A Teoria da Paridade da Taxa de Juros tenta relacionar as taxas de câmbio dos países. Durante os vários planos econômicos, existe certa dificuldade para se obterem dados precisos para uma análise mais elaborada. Nos próximos capítulos, será feito um estudo sobre o assunto de maneira mais detalhada.

1.4 O Brasil e a economia global

A consolidação da economia brasileira tem muitos pontos positivos. Entre eles: o constante crescimento do PIB, diferente do crescimento não sustentável da década de 80, o aumento da massa salarial, o aumento da oferta de crédito e a melhor distribuição de renda. Estes pontos são muito importantes para a constante melhoria do desenvolvimento econômico do país. O aumento das exportações também é um item positivo para a economia do país. Todos estes pontos também têm efeitos negativos que devem ser comentados.

O crescimento e aumento do consumo não tendo como acompanhamento o investimento para aumentar a produção, trazem o indesejável aumento dos preços. Quando não existe ócio na capacidade produtiva e a demanda aumenta, os preços sobem elevando a inflação. Para conter este aumento, o governo está usando uma política monetária contracionista. A taxa de juros que chegou ao patamar de 11.25% ao ano começou a subir com a presença ameaçadora da inflação. O aumento do crédito, chegando aproximadamente a 30% do PIB, também contribuiu para o aumento do consumo. A economia brasileira é relativamente pouco alavancada. Mesmo com a taxa de juros elevada, o comprador de parcela, paga o juro alto, pois seu critério de compra é a parcela caber no seu orçamento. O crédito ainda é caro para os micro e pequenos empresários. A TJLP, Taxa de Juros de Longo Prazo, que é uma taxa mais baixa destinada às empresas é utilizada principalmente pelo

BNDES, Banco Nacional de Desenvolvimento. A problemática é que na maioria das vezes só a empresa grande tem acesso a este recurso, segundo Malan (2004).

A inflação de *commodities* atingiu em cheio os produtos das exportações brasileiras. Do lado positivo, aumentou a receita sobre as vendas. Do lado negativo, independente dos preços nacionais, as *commodities* que têm preços estabelecidos pelo mercado internacional, elevam a inflação no país. Estes produtos são na sua maioria itens de alimentação. O auxílio do governo, bolsa família, também contribui para pressionar os preços dos alimentos. Nestes casos a alta dos juros é menos eficiente, pois não afetam os preços dos produtos no mercado internacional, caso não sejam vendidos no mercado nacional, o produtor não reduz o preço, pois pode exportar.

O governo reduziu e melhorou o perfil da dívida pública. A dívida era em grande parte indexada ao dólar e na sua maioria de curto prazo. Estes dois pontos colaboraram para aumentar a vulnerabilidade do país e com isso ter que pagar juros mais altos para se financiar. O governo tem necessidade de se financiar. O governo reduziu a quase zero a parte indexada ao dólar e alongou consideravelmente o prazo da dívida. Este ponto é positivo, mas o aumento dos juros para segurar a inflação tem um custo alto para o financiamento da dívida. A alta taxa de juros atrai o investidor que busca o diferencial da taxa de juros. Hoje esta diferença é de 11.75% ao ano, pois a taxa de juros nos Estados Unidos é menos de 2% ao ano. Outro custo relevante é o da manutenção das reservas internacionais de US\$ 200 bilhões. O motivo deste custo é o mesmo diferencial das taxas mencionado anteriormente. Sobre os dólares que o governo compra, recebe menos de 2% e sobre os reais que os estrangeiros compram eles recebem 13.75%, segundo a Bloomberg (2008). O financiamento da dívida do governo obriga-o a tomar decisões que afetam o crescimento econômico do país a curto e longo prazo. Nesta monografia serão abordadas as decisões que estão ligadas ao aumento da taxa de juros.

Conclui-se que o nível das taxas de juros no Brasil é muito elevado. A inflação sempre deve ser monitorada, mas existem outras formas de combatê-la sem uma política monetária contracionista. O Brasil deve tornar-se mais eficiente com uma reforma trabalhista e uma reforma tributária para diminuir o custo de produção e controlar os preços de uma forma positiva, aumentando a eficiência. A tributação excessiva afasta o necessário investimento estrangeiro. O alto custo imposto pela burocracia e pelo sistema judiciário influencia diretamente nas decisões de investimentos de estrangeiros e de brasileiros. Nos próximos capítulos, será feita uma abordagem ao Plano Real.

2

O Plano Real

2.1 O custo da inflação

A elevada taxa de inflação traz um alto custo para os agentes econômicos. Ela diminui o poder de compra. Os preços dos produtos chegaram a ser corrigidos diariamente na década de 80. Os salários eram corrigidos mensalmente, portanto cada dia o trabalhador comprava menos com seu salário. Os efeitos eram mais severos para os agentes econômicos que não tinham contas bancárias, pelo fato de que não tinham acesso à correção monetária. A inflação compromete a relação entre os valores monetários dos produtos e serviços. Ocorre uma importante distorção que afeta toda a economia.

Faz parte da experiência cotidiana de cada um de nós, no mundo da alta inflação, a observação de preços diferentes, às vezes absurdamente diferentes, para a mesma mercadoria (ou similar). Diante desta dispersão de preços, os consumidores, individualmente e como grupo, se vêem cada vez mais fortemente estimulados a procurar diferentes fornecedores toda vez que precisam comprar algum item de peso significativo em seu orçamento. Deteriora-se, em suma a qualidade da informação contida nos preços: não se sabe mais o valor exato de coisa alguma. (FRANCO, 1995, p. 17).

Segundo Gustavo Franco, com a problemática da inflação, os consumidores buscavam sempre comprar os produtos em estabelecimentos que não tinham reajustado os preços. Com este comportamento, os comerciantes eram obrigados a tomar decisões com base em informações não reais criando uma distorção.

A alta taxa da inflação, que estava presente na economia na década de 80, trouxe outras implicações. As tentativas frustradas de combatê-la, indicavam que o problema era realmente complexo. Entre os problemas estava a inflação inercial, que existe pelo simples fato de os preços terem subido anteriormente.

Nos anos 80, todavia, a inflação alcançaria patamares inusitados, o país testemunharia vários choques heterodoxos e, com isso, as atenções se voltariam para diversos elementos até então ignorados na análise do processo de formação de preços e determinantes da inflação, notadamente comportamentos estratégicos e especulativos, bem como dificuldades informacionais, problemas de desalinhamento de preços relativos, conflitos distributivos e comportamentos defensivos de natureza desestabilizadora. Em particular, a crescente incorporação das expectativas nos processos de formação de preços, seja diretamente através da consideração explícita da incerteza, seja indiretamente através de indexadores futuros, tornou evidente

que a noção de *mark-ups* fixos prejudicava um entendimento adequado da dinâmica da inflação (FRANCO, 1995, p. 42).

Na visão de Gustavo Franco a dinâmica da inflação tinha sua compreensão dificultada. Alguns agentes econômicos eram afetados negativamente, tanto os consumidores, comerciantes e produtores. Para melhor análise do Plano Real, se faz necessário um breve aprofundamento do insucesso dos planos anteriores. O processo inflacionário estava fora de controle. As várias tentativas de estabilização, ortodoxas e heterodoxas não tiveram sucesso. O cenário que o Plano Real enfrentaria era complicado, pois com o tempo, a inflação piorava e estava em níveis nunca antes atingidos. Isto ocorreu no começo da década de 90.

2.2 Os planos anteriores e o pano de fundo para o Plano Real

Os planos que tinham como objetivo a estabilização da inflação, entre suas metas, na década de 80 foram: O Plano Cruzado, O Plano Bresser e O Plano Verão. O Plano Cruzado, de 28 de fevereiro de 1986, foi considerado heterodoxo. Isto é, tem na sua metodologia ações não convencionais, como, por exemplo, o congelamento de preços. O objetivo era estabilizar os preços combatendo a inflação dentro da teoria inercialista, segundo Abreu (1990). Mantendo o nível de preços sobre controle, o plano deveria também manter o crescimento econômico, e não criar distorções entre os preços relativos. Entre as medidas do plano, podem-se citar quatro: o congelamento geral de preços, salários e taxa de câmbio; conversão de contratos firmados a termo pela média dos últimos meses; processo de desindexação da economia; reforma monetária, na qual um cruzado valeria mil cruzeiros. O plano não só fracassou como levou o Brasil a pedir moratória em fevereiro de 1987. Abreu (1990) aponta seis pontos como fundamentais para o insucesso do plano: o alongamento excessivo da fixação do câmbio; manutenção de um elevado déficit público; rápida remonetização da economia; elevada expansão da demanda pelo fim momentâneo do imposto inflacionário; excessivo período do congelamento, com a conseqüente distorção dos preços relativos e intensificação de conflitos distributivos e excessiva confiança na popularidade do plano.

O Plano Bresser, de 1987, foi elaborado com características ortodoxas e heterodoxas. O objetivo do plano também como o anterior era a estabilização econômica principalmente pelo controle da inflação. A primeira medida era o congelamento de preços por um curto prazo de tempo, apenas com intuito de estabilizar a inflação. No segundo momento, entrava o Plano de Controle Macroeconômico. Este tinha características ortodoxas. Estas medidas eram

mais frequentes e tinham como característica o controle restritivo da liquidez do sistema. O congelamento não conseguiu estabilizar a taxa de inflação. A parte ortodoxa também não conseguiu seu objetivo, pois a expansão monetária continuava no passo da inflação, Abreu (1990).

O Plano Verão, de janeiro de 1989, tinha também medidas heterodoxas. Houve nova reforma monetária, o Cruzado deu lugar ao Cruzado Novo. A base monetária se expandiu, a dívida interna aumentou e a inflação voltou a subir. Segundo Abreu (1990), havia quatro pontos principais responsáveis pelo fracasso do Plano Verão: a falta de reformas estruturais na economia; o excessivo volume de ativos financeiros indexados nas mãos do público; falta de iniciativa de mudança na política monetária; a sociedade não confiava no sucesso do plano. Em contraste com estes pontos negativos, em janeiro de 1988, o Brasil retomou o pagamento dos juros atrasados da dívida externa.

Na década de 80, com as crises internacionais, o crédito ficou escasso. A necessidade de financiamento do país obrigou a emissão de títulos que pagavam juros mais altos. Estes títulos eram indexados pela inflação. Com a falta de reformas profundas, as contas públicas continuaram deficitárias e cada vez mais era preciso emitir títulos com juros mais altos para pagar os anteriores. Este ciclo vicioso corroborou para a inflação e a taxa de juros se manterem num patamar elevado. Nem as medidas heterodoxas, como os congelamentos, nem as medidas ortodoxas como a restrição monetária surtiram os efeitos necessários para o controle da inflação e a diminuição da taxa de juros. É possível analisar a taxa de inflação e crescimento brasileiros da década de 80 na tabela a seguir.

Tabela 1:

**Inflação, PIB e taxa de investimento
nos governos Figueiredo e Sarney**

Ano	Inflação	Taxa de Crescimento do PIB (em %)	Investimento Interno Bruto	Governo
1980	100,2	9,3	22,9	Figueiredo
1981	109,9	-4,3	24,3	
1982	95,4	0,8	23,0	
1983	154,5	-2,9	19,9	
1984	220,6	5,4	18,9	
1985	225,5	7,8	18,0	Sarney
1986	142,3	7,5	20,0	
1987	224,8	3,5	23,2	
1988	684,5	-0,1	24,3	
1989	1320,0	3,2	26,9	

Fonte: *Conjuntura Econômica* – FGV (abril/99)

(Apud FILGUEIRAS, 2000, p. 75).

O Plano Collor, de março de 1990, tinha como principal objetivo o combate à inflação. No acumulado de março de 1989 a março de 1990, a taxa estava ao redor de 6200 pontos percentuais. As medidas heterodoxas eram de grau nunca visto anteriormente no país: o confisco dos depósitos à vista; aplicações financeiras e cadernetas de poupança; a prefixação da correção dos preços e salários; câmbio flutuante; tributação ampliada e reformas administrativas e da previdência. A falta de liquidez e o aperto fiscal não trouxeram o resultado desejado e a inflação voltou. Por este motivo, em janeiro de 1991, foi implantado o Plano Collor II. Novo congelamento de preços e salários e novas medidas monetárias e fiscais contracionistas foram tomadas. Os resultados foram os mesmos do primeiro plano, negativos.

Havia necessidade de um novo plano que resolvesse o problema. Este novo plano teve como diferença, os fundamentos teóricos para sua construção. O plano respeitava uma lógica diferente dos anteriores.

A matriz básica de elaboração do Plano Real se constituiu de pelo menos, duas vertentes. A primeira foi, sem dúvida, o chamado Consenso de Washington, que expressou para a América Latina os novos caminhos – segundo ele, da estabilização e do desenvolvimento – que deveriam ser trilhados por suas sociedades e economias, a partir das transformações mundiais impulsionadas pelos três fenômenos: o Liberalismo, a Reestruturação Produtiva e a Globalização... A segunda referência importante do Plano Real foi a experiência do Plano Cruzado, com todas as discussões que ocorreram em seu entorno, em particular no que se referia à natureza da inflação inercial. Com destaque para o debate e a conseqüente disputa entre as propostas de uma moeda indexada *versus* a de um choque heterodoxo e a própria condução prática da política de estabilização do Cruzado, que indicou os procedimentos que não deveriam ser repetidos (FILGUEIRAS, 2000, p. 93).

O primeiro ponto mencionado é o Consenso de Washington. Este tinha como propósito fazer uma avaliação das reformas que estavam em andamento na América Latina e criar a oportunidade de coordenação das ações por parte de entidades com papel importante nesse processo, segundo Filgueiras (2000). O Consenso determinava a necessidade de uma rígida disciplina orçamentária e a manutenção de apenas um “Estado Mínimo”. A manutenção de uma política monetária firme que atrairia o capital externo pela alta taxa de juros. A execução de uma reforma tributária para aumentar a base de tributação. A adoção de um regime cambial centrado no dólar com uma sobrevalorização da moeda nacional. A abertura comercial e financeira do mercado nacional, unilateral e rápida, para atrair capital externo.

Estas intervenções trouxeram um custo enorme para a sociedade. A abertura comercial

foi feita de forma acelerada e sem pedir nada em troca, beneficiando muito mais os estrangeiros que entravam no Brasil do que os próprios brasileiros. O governo adotou um discurso para defender os interesses do consumidor local e com isto não fez nenhuma ação de proteção contra *dumping*² ou importações predatórias. Também não estimulou as exportações com subsídios. A rígida disciplina orçamentária e a alta taxa de juros tiveram severas consequências na economia, não permitindo o crescimento sustentável. O regime de câmbio com a moeda local desvalorizada era vantajoso para as importações e prejudicava a indústria nacional que teve que enfrentar esta abertura, sem o planejamento ou tempo necessários para se modernizar.

Uma das justificativas para o tratamento dado pelo governo ao investimento estrangeiro direto, em que o capital estrangeiro estava sendo tratado como capital nacional foi motivada pela transferência de tecnologia e também porque o governo necessitava de numerário para equilibrar suas contas. As portas foram abertas para o capital estrangeiro em todos os sentidos. A privatização e a desregulamentação das atividades econômicas eram consideradas como aumento de eficiência das empresas e ao mesmo tempo ajudava no combate das dívidas do governo. A adoção desta cartilha trazia consequências e na visão de Filgueiras ocorria algo parecido a um ciclo.

Nesse final dos anos 90, a sequência que se tem observado é a seguinte: abertura comercial e financeira e valorização do câmbio, seguidos inicialmente de queda da inflação, crescimento da produção e do emprego e entrada de capitais estrangeiros especulativos. Posteriormente, enormes déficits na balança comercial e na conta transações correntes, seguidos de mais valorização de moeda nacional e elevação das taxas de juros. Finalmente, uma profunda recessão, precedida pela fuga de capitais especulativos, crise cambial e retorno da inflação (FILGUEIRAS, 2000, p. 97).

Interessante é a visão de Stiglitz (1999, apud Filgueiras, 2000, p. 98), reconhecendo uma grande deficiência na metodologia do Consenso para a estruturação das economias dos países em desenvolvimento:

As dificuldades do modelo preconizado pelo Consenso de Washington, em promover o crescimento econômico, explicitadas nas diversas experiências em andamento, tem levado, mais recentemente, a propostas de sua reformulação na direção de um Pós-Consenso de Washington – que ressalta, sobretudo, a importância de os países emergentes terem um sólido sistema financeiro, cuja criação e manutenção exigem que o Estado participe ativamente.

² *Dumping*: definido como prática desleal de comércio internacional pelo Acordo Geral de Tarifas Aduaneiras e Comércio de 1947.

O segundo ponto mencionado por Filgueiras era que a experiência adquirida anteriormente no Plano Cruzado, deveria servir para não cometerem os mesmos erros. São quatro questões mencionadas:

- a) a inflação brasileira não era apenas inercial;
- b) a fragilidade financeira do Estado era um componente fundamental que influenciava negativamente;
- c) a troca de moeda, feita de uma vez só, traz pressões inflacionárias existentes para os preços e salários;
- d) o imediato aumento do consumo, após a implementação da nova moeda, aumenta com a queda da inflação, exigindo aumento na taxa de juros para contê-lo.

O salário real médio do conjunto da economia pode subir e pressionar o consumo no curto prazo. Existem outros pontos também mencionados, mas com menor destaque: a existência de excessiva liquidez no mercado financeiro internacional; as reservas internacionais do Brasil giravam em torno de US\$ 40 bilhões e a existência de uma safra agrícola abundante no ano anterior. Estes pontos traziam certa mobilidade e segurança para o governo e para a implementação do Plano Real.

Com a saída de Fernando Collor de Mello, assumiu Itamar Franco. Em 1993, Itamar convidou o sociólogo e senador Fernando Henrique Cardoso para ocupar a pasta de ministro de Relações Exteriores. Posteriormente FHC ocupou a pasta de ministro da Fazenda. Estava montado o cenário para a mais nova tentativa de estabilizar a economia do país e domar a inflação através do Plano Real.

2.3 A Implementação do Plano Real

O plano foi implementado no ano de 1993. Inicialmente havia três pontos a serem considerados. Era necessário um severo ajuste nas contas públicas. A metodologia do plano deveria conter medidas ortodoxas e heterodoxas. O país passava por um momento em que era preciso um processo de reestruturação econômica. Contrastando com os planos anteriores, não ocorreu congelamento dos preços. Este novo programa de estabilização foi feito em três etapas. Inicialmente, o ajuste das contas públicas, seguido pela transição para URV, Unidade

Referencial de Valor. E finalmente, a reforma monetária com a emissão do Real.

Em 14 de junho de 1993, foi implantada a primeira fase do Plano que se chamava PAI, Programa de Ação Imediata. O programa tinha como objetivo buscar o equilíbrio nas contas públicas. Segundo Abreu (1990), o programa tinha várias metas: aumento das privatizações; saneamento dos bancos federais; maior controle sobre os bancos estaduais; equacionamento das dívidas de estados e municípios com a União; recuperação da receita tributária e a diminuição dos gastos da União. As primeiras medidas do PAI foram: o corte orçamentário de US\$ 6 bilhões em 1993; proposta orçamentária de 1994 com base na receita; projeto de lei que limitava as despesas com servidores civis em 60% da receita corrente da União e um projeto de lei que obrigava os estados e municípios a manterem em dia com seus débitos com a União. Outra importante medida foi a aprovação do IPMF, Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira, que trazia uma arrecadação extra para os cofres da União. Estas medidas tinham como destino a melhora das finanças públicas, sendo este o primeiro passo para a estabilização.

A URV foi implementada em março de 1994. Sua função era de servir de auxílio aos agentes econômicos na transição para a nova moeda. A URV desempenhava a função da moeda de unidade de referência. A URV teve inicialmente a função de unidade de referência à qual ela estava indexada e servia como base para salários, contratos e preços. A URV tinha como base para seu reajuste uma mescla de três índices: o IGP-M (Índice Geral de Preços do Mercado) da Fundação Getúlio Vargas; o IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo) do IBGE e o IPC (Índice de Preços ao Consumidor) da FIPE/USP. Ela não era simplesmente um índice de inflação, mas servia como um indexador geral da economia que muitas vezes servia de substituto de outros índices.

A escolha desses índices se deveu ao fato de que a evolução observada nessa media, no passado recente, se aproximava da evolução histórica do câmbio, ou seja, o objetivo era amarrar a URV ao dólar, preparando-se desde aquele momento a chamada âncora cambial da nova moeda, que se explicitaria integralmente na última fase do plano [...] Desse modo, a URV cumpriria a função de alinhar os preços relativos, inclusive os salários, de tal modo que, após a criação da nova moeda (Real), esta não fosse contaminada pela inflação passada, associada à velha moeda. Em outras palavras, seu papel essencial foi o de apagar a memória do passado, eliminando, desse modo, o componente inercial da inflação (FILGUEIRAS, 2000, p. 104).

O terceiro ponto foi a reforma monetária com a emissão da nova moeda, o Real. Em 1º de julho de 1994, foi fixada a taxa de câmbio de R\$ 1 (Real) para CR\$ 2.750 (Cruzeiros

Reais). A taxa de câmbio em relação ao dólar era de 1 para 1. O câmbio não era fixo, mas o governo tinha reservas para fazer intervenções e manter o Real supervalorizado. Este ponto já foi discutido anteriormente quando se abordaram as diretrizes determinadas pelo Consenso de Washington. A adoção da metodologia imposta trouxe como uma de suas conseqüências o aumento das reservas internacionais brasileiras. Pode-se verificar o nível das reservas internacionais do Brasil na tabela abaixo.

Tabela 2:

**Variação mensal das reservas internacionais
1994-1998**

Meses	Anos				
	1994	1995	1996	1997	1998
JAN	-	38,278	53,540	58,951	53,103
FEV	-	37,998	55,794	59,405	58,782
MAR	-	33,742	55,753	58,980	68,594
ABR	-	31,887	56,769	56,171	74,656
MAIO	-	33,731	59,394	59,279	72,826
JUN	-	33,512	59,997	57,615	70,898
JUL	43,090	41,823	59,521	60,331	70,210
AGO	42,981	47,660	59,643	63,056	67,333
SET	43,455	48,713	58,775	61,931	45,811
OUT	41,937	49,694	58,600	53,690	42,385
NOV	38,806	51,257	60,471	52,035	41,189
DEZ	38,278	51,840	60,110	52,173	44,556

Fonte: Banco Central (Conceito de Liquidez Internacional)

(Apud FILGUEIRAS, 2000, p.127).

O aumento das reservas internacionais servia parcialmente como segurança crescente caso fosse necessário alguma intervenção para manter as diretrizes estipuladas pelo governo com o novo plano.

A receita que compatibilizou, num primeiro momento, o combate à inflação com crescimento econômico e aumento do emprego, uma vez feita a passagem para a nova moeda, pode ser resumida nos seguintes pontos: abertura da economia às importações, com a queda das alíquotas do Imposto de Importação; quebra das barreiras para a entrada de capitais estrangeiros no mercado financeiro, atraindo-os com elevadas taxas de juros; e câmbio nominal e real em queda (FILGUEIRAS, 2000, p. 109).

Um ponto essencial para sustentar esta nova política era a manutenção da taxa de juros em níveis elevados. Com isto, o capital estrangeiro era atraído, criando um fluxo crescente de capital de curto prazo e um aumento das reservas internacionais. Este fluxo trouxe um efeito positivo no curto prazo. A atividade produtiva teve um crescimento expressivo durante os

últimos dois trimestres de 1994 e primeiro trimestre de 1995. A introdução da nova moeda e queda da inflação trouxeram um imediato benefício aos menos favorecidos economicamente que eram os mais penalizados pelo efeito corrosivo da inflação. Esta camada da sociedade não tinha a possibilidade de se proteger da inflação, pois não tinha acesso aos serviços bancários. Estes dois fatores tiveram um efeito de distribuição de renda, o que aumentou o consumo.

Constatam-se outros três fatores que corroboraram para o crescimento econômico no curto prazo. Primeiro, a estabilidade criou condições para as vendas ao consumidor serem feitas a prazo, parceladas. Com esta novidade, apareceu uma massa crítica de consumidores que tinham como critério essencial para suas compras o fato de a parcela caber no seu orçamento. Como existia uma demanda reprimida por esta parcela de agentes econômicos, pois historicamente não tiveram acesso a muitos tipos de bens duráveis e não duráveis, as vendas aumentaram trazendo a reboque o crescimento econômico. Segundo, a baixa remuneração nominal financeira em relação às taxas anteriores estimulava os agentes econômicos a não poupar seus recursos, o que aumentava o consumo. Isto é, o pequeno poupador não tinha mais a “ilusão monetária” o que influenciava sua decisão de consumir ou poupar. Terceiro e último, a não-desindexação imediata dos salários prevista no plano aumentou consideravelmente o rendimento real dos salários. Ocorreram reajustes de salários diferentes em relação às categorias e suas datas-base.

As diretrizes impostas pelo Consenso de Washington estavam trazendo resultados favoráveis no curto prazo. Mas, logo as coisas começariam a mudar. O câmbio supervalorizado para estimular a entrada de capitais estrangeiros começou a causar efeitos colaterais não desejáveis. Inicialmente pode-se citar o déficit da balança comercial. A valorização do Real tornava os produtos importados mais competitivos. A ausência de medidas protecionistas causou uma entrada abusiva de produtos. Como não foi acompanhada pelo aumento nas exportações, causou o desequilíbrio da balança comercial. Outra agravante foi a crise mexicana que ocorreu no final de 1994 e início de 1995. Esta crise foi o primeiro indicativo de que seria problemático manter um crescimento econômico dos países em desenvolvimento em ambiente de abertura financeira e comercial, mantendo uma política cambial de valorização das suas moedas em relação ao dólar. A crise do México gerou alto grau de incerteza em nível internacional, o que inverteu abruptamente o fluxo do capital financeiro especulativo.

O Brasil começou a perder reservas e teve que adotar medidas para não sofrer uma crise cambial mais severa. Existia uma dependência direta do capital estrangeiro para

equilibrar as contas. Caso não fosse interrompido o fluxo negativo, o fracasso do plano era eminente. O elevado custo para a sociedade, pela queda do crescimento econômico e de eventualmente enfrentar uma recessão, não foi suficiente para impedir o governo de elevar expressivamente a taxa de juros. Esta elevação reforçou o papel da taxa de juros como sustentação da âncora cambial³, pois o diferencial entre as taxas do Brasil e internacional, atraía capital especulativo. O governo adotou várias outras medidas: a elevação dos depósitos compulsórios dos bancos comerciais no Banco Central; a redução nos prazos e no número de parcelas das compras a prazo; a elevação do Imposto de Importação de bens duráveis para 70% e o estabelecimento de quotas de importação dos produtos, entre outras medidas. Estas medidas voltaram a atrair o capital estrangeiro, mas trouxeram efeitos negativos como a queda do consumo e aumento da inadimplência. Estes efeitos, somados à redução da inflação, atingiram instituições financeiras.

Nessa conjuntura, o sistema financeiro brasileiro, que já vinha passando por um processo de fragilização crescente em razão do impacto da redução da inflação sobre a rentabilidade dos bancos, foi atingido pela crise de inadimplência, sobretudo as suas instituições mais frágeis e dependentes do interbancário, como os bancos Econômico e Nacional. Como decorrência, em novembro, o Governo regulamentou o Programa de Estímulo à Reestruturação do Sistema Financeiro Nacional (Proer), o seguro-depósito e, através da Medida Provisória 1.812, criou a possibilidade de o Banco Central intervir nas instituições com intuito de sanear-las (FILGUEIRAS, 2000, p. 129).

O Proer será objetivo de discussão no próximo capítulo desta monografia. Por este motivo se faz necessário entender seu conceito e contexto em que ele foi elaborado. Sua finalidade era evitar uma crise sistêmica. Deveria também evitar prejuízos a correntistas, aplicadores e a afetar outras instituições financeiras. Em 1995, o Brasil entrou em recessão pois teve dois trimestres de PIB negativo. A queda anualizada de abril até setembro foi de 9,1% do PIB, segundo BCB (2008). Isto trouxe o aumento da inadimplência, de falências e concordatas. O desemprego cresceu e o consumo desabou. Este foi o custo para a manutenção da âncora cambial, o combate à inflação, o aumento das reservas internacionais e a redução do déficit da balança comercial e do balanço de pagamentos. Nesta época a taxa de juros era a terceira maior do mundo em termos nominais (60%) e a maior do mundo em termos reais (30%) segundo DIEESE (2007). Somente a Rússia e a Turquia tinham taxas de juros mais

³ É um mecanismo de política econômica através do qual o governo fixa a taxa de câmbio com o objetivo de reduzir o aumento dos preços. Em geral a cotação da moeda local é fixada em relação à moeda de referência como aconteceu, por exemplo, com o real frente ao dólar norte-americano no início do Plano Real. Este foi o instrumento utilizado pela equipe econômica brasileira até o ano de 1999, quando US\$ 1 passou a valer R\$ 1,21, taxa definida para a conversão. O objetivo era conter a inflação.

altas e suas inflações eram mais elevadas que a brasileira. Para o governo, o custo da taxa de juros mantida em um patamar elevado era menor que a volta da inflação e a manutenção da estabilidade. A âncora cambial era importante porque com ela deveria primeiro obter-se a desindexação dos salários para posteriormente fazer as alterações do câmbio, com desvalorizações do real, através de aumentos dos preços, para que não fossem repassadas automaticamente para os salários.

Em 1996, o sistema financeiro internacional já estava sinalizando para a recuperação da crise mexicana e ao mesmo tempo as contas externas brasileiras melhoravam seu desempenho. Com estas condições o governo pôde afrouxar sua rígida política monetária contracionista e começou a baixar a taxa de juros e permitir maiores facilidades para o crédito. A economia começou a dar sinais de reaquecimento. As eleições municipais de 1996 também contribuíram para o aumento dos gastos do governo. O crescimento econômico deste ano foi de 2,7% e do ano seguinte foi de 3,6%, segundo BCB (2008). Com este crescimento econômico, surgiu novamente o déficit da balança comercial. O Consenso de Washington impunha suas diretrizes sobre o Plano, colocando o país em situações complicadas e não permitia que ele se desvencilhasse desta submissão.

Os elementos fundamentais do Plano, que seguravam a inflação em níveis muito baixos, continuavam colocando o país numa armadilha que contrapunha, de um lado, inflação reduzida, com estagnação econômica ou crescimento medíocre e elevados níveis de desemprego, e, de outro, crescimento mais elevado, mas com risco de uma crise cambial segundo (FILGUEIRAS, 2000, p. 135).

Com a crise da Ásia que começou em 1997, o Brasil enfrentou novamente uma crise cambial. O ciclo se repetia mais uma vez. O governo aumentou novamente as taxas de juros para segurar o capital estrangeiro. O governo elevou a taxa de juros para 43% ao ano. Foi decretado novo pacote fiscal que deveria render aos cofres públicos em torno de R\$20 bilhões ou 2,5% do PIB. As principais medidas do lado das receitas foram: o aumento das alíquotas de Imposto de Renda de Pessoa Física em 10%; a redução das deduções; a elevação das alíquotas incidentes sobre a venda de carros e o aumento do preço do álcool e da gasolina. Pelo lado das despesas, a demissão de 33 mil funcionários públicos não estáveis da União; suspensão do reajuste salarial do funcionalismo público; a diminuição de 15% dos gastos em atividades; e o corte de 6% no valor dos projetos no orçamento do ano seguinte. As reservas entre agosto e dezembro de 1997 caíram de U\$63 bilhões para U\$51 bilhões. As medidas tomadas pelo governo reverteram o sentido do fluxo do capital estrangeiro fazendo com que

as reservas começassem a crescer a partir do mês de janeiro de 1998 e atingindo o patamar de U\$70 bilhões em agosto do mesmo ano. Durante este processo, mais uma vez o crescimento ficou comprometido e a gradativa queda da taxa de juros não foi suficiente para aquecer a economia. Estava-se diante do já conhecido ciclo que afetava negativamente a economia do país, e não seria a última vez.

A Rússia começou a dar sinais de uma grave crise econômica no começo do segundo semestre de 1998. O país pediu moratória e teve sua moeda, o rublo, fortemente desvalorizada. Estes fatos geraram nova onda de incerteza no mercado financeiro internacional, trazendo conseqüências imediatas à economia brasileira. A taxa de juros, que estava em 19%, foi elevada ao patamar de 49%. Foi estabelecido novo pacote de medidas fiscais chamado de Programa de Estabilidade Fiscal com base em um acordo feito com o Fundo Monetário Internacional. Foram designadas metas para o superávit primário equivalentes a 1,8% do PIB em 1999, 2% em 2000, e 2,3% em 2001. A CPMF subiu de 0,2% para 0,3%.

Na essência, as medidas eram parecidas com as tomadas nas crises anteriores. O governo tinha a mesma postura e queria mandar um recado para o capital financeiro internacional, sinalizando que o país tinha a capacidade de pagar suas dívidas internas e externas. O governo buscava obter superávit primário nas contas públicas e reduzir a atividade econômica com redução do déficit da balança comercial, diminuindo as importações.

Os desdobramentos da crise da Rússia provocaram conseqüências desastrosas para a economia brasileira. O Brasil voltou a pedir ajuda ao FMI. O Brasil perdeu U\$ 30 bilhões das reservas internacionais em três meses, caindo para o patamar de U\$ 40 bilhões. O país tinha uma necessidade de U\$ 60 bilhões para fechar as contas externas. O fato de assinar um acordo com o FMI aumentou as obrigações político-econômicas com metas pré-estabelecidas, diminuindo o espaço para determinar ações que vinham estimular o crescimento da economia local. Em acréscimo às medidas do Plano de Estabilidade Fiscal, já descritas anteriormente, foram estabelecidas as seguintes metas: o déficit nominal não poderia passar do teto de 4,7% do PIB, as reservas não poderiam cair abaixo do piso de U\$20 bilhões, a segunda parcela do empréstimo estava condicionada à aprovação de um ajuste fiscal pelo congresso e seria feito um acompanhamento periódico em que o país deveria demonstrar que estava cumprindo as metas pré-estabelecidas. Durante o tempo em que o país ficou submetido às regras que mantinham o sistema, na ótica do investidor estrangeiro, saudável para pagar suas dívidas, as

reservas internacionais e o investimento estrangeiro cresceram, mas a dívida externa brasileira aumentou muito mais em números absolutos. Cabe aqui um questionamento: o país estava em condição melhor ou pior antes da adoção das diretrizes do Consenso de Washington? Para colaborar na elucidação deste ponto, os dados da dívida externa brasileira, as reservas internacionais e os investimentos estrangeiros no Brasil estão na tabela e no gráfico a seguir.

Tabela 3:

**Dívida externa e reservas internacionais
1990-1998, em US\$ milhões**

Ano	Dívida Bruta	Reservas Internacionais	Dívida Líquida
1990	122.828	9.973	112.855
1991	123.910	9.406	114.504
1992	135.949	23.754	112.195
1993	145.726	32.211	113.515
1994	148.295	38.806	109.489
1995	159.256	51.840	107.416
1996	179.935	60.110	119.825
1997	200.613	52.173	148.440
1998	226.395	44.556	181.839

Fonte: Banco Central

Fonte: (Apud FILGUEIRAS (2000, p. 154).

Gráfico 1:



Fonte: Filgueiras (2000, p. 162)

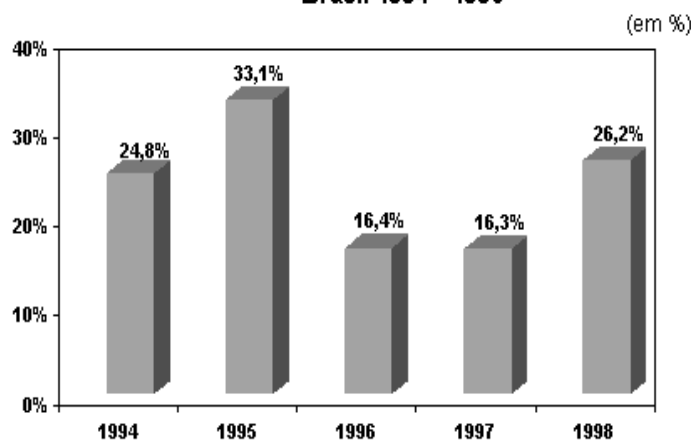
Ao longo da existência do Plano Real, as contas do setor externo e do setor público se deterioraram de forma acelerada, principalmente a partir de março de 1995, quando o Governo, coerente com sua estratégia de estabilização, teve de elevar as taxas de juros para enfrentar a fuga de capitais decorrente

da crise do México. Desde esse momento, os déficits operacional e nominal cresceram e a dívida pública deu saltos sucessivos. O ano de 1998 se encerrou com um elevadíssimo déficit na conta de transações correntes de 4,5% do PIB – conta menos de 0,5% em 1994 (FILGUEIRAS, 2000, p. 174).

Segundo o autor, a manutenção da taxa de juros em patamares elevados, funciona como um ciclo vicioso em que as contas do governo vão-se deteriorando para manter o capital estrangeiro no país. A utilização da poupança externa no consumo e não no investimento também contribuiu para o aumento do déficit interno. No governo FHC, a carga tributária subiu. Em 1993, a carga era de 26% do PIB e quando terminou o segundo mandato em 2002, a carga era de 34%. A dívida líquida do setor público consolidou-se. No final de 2002, correspondia a 60% do PIB, ou R\$ 889 bilhões. Mesmo com o aumento da arrecadação, a dívida do governo aumentou. O aumento da dívida era negativamente influenciado pelas altas taxas de juros que a política monetária do governo mantinha. Na tabela a seguir, estão as taxas de juros reais anuais de 1994 até 1998 no Brasil. Destaque para os anos de 1995 com 33,1% e 1998 com 26,2% de juros acima da inflação. Estes números são de suma importância para a compreensão do tamanho do aumento da dívida do governo.

Gráfico 2:

**Gráfico 8 - Taxa média anual de juros reais
Brasil 1994 - 1998**



Fonte: Banco Central
Elaboração: DIEESE
Obs.: CDI - Overnight

Em 1999, o regime de câmbio semifixo, que era formado por bandas, foi substituído pelo sistema de câmbio flutuante. A taxa de conversão do real para o dólar subiu de R\$1,2

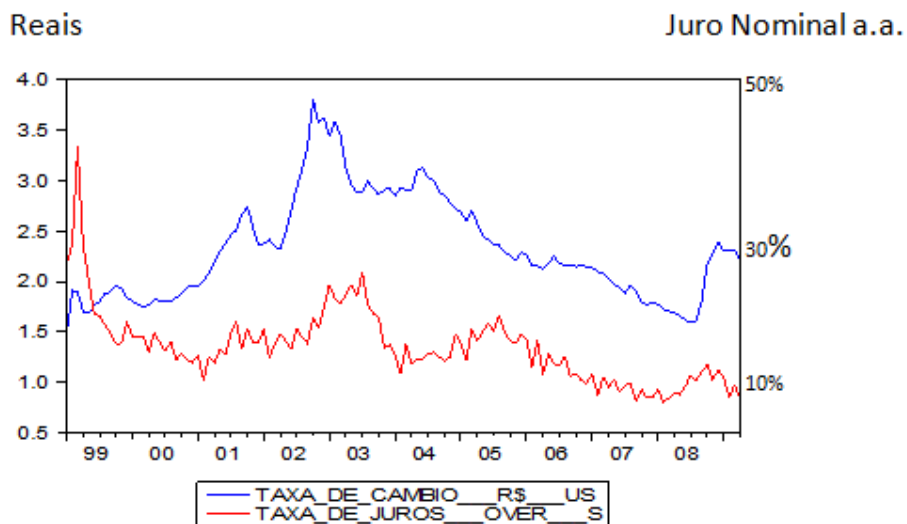
para R\$ 2 em pouco mais de um mês. O governo não tinha meios para segurar o câmbio e um dos maiores problemas era que toda dívida externa e boa parte da dívida interna eram em dólares ou indexadas a ele. Este fato aumentou significativamente a dívida do governo. De um ponto de vista positivo, a forte desvalorização do Real teve um impacto relativamente discreto na inflação. A alta taxa de juros, a diminuição do grau de indexação da economia e a forte apreciação real do câmbio acumulada desde o começo do Plano são alguns fatores que contribuíram positivamente para que a alta da inflação fosse menos afetada pela desvalorização.

No mesmo ano de 1999, o Brasil adotou o sistema de metas de inflação. Segundo o BCB, este sistema consiste no estabelecimento de metas para a variação anual do nível geral de preços. As metas estabelecidas para os anos de 1999, 2000 e 2001 foram respectivamente 8%, 6% e 4% ao ano. Existia uma margem de tolerância de 2%. Este sistema tem como intuito tornar as ações do Banco Central mais previsíveis para o mercado. O sucesso deste sistema trouxe maior credibilidade ao BC e ao governo que deu autonomia para o BC agir, sempre perseguindo as metas.

O Plano Real dava sinais claros de consolidação. Mesmo assim, em 2002, a Argentina sofreu uma grave crise financeira que levou ao pedido de moratória e o Brasil foi afetado diretamente. O aumento do grau de incerteza levou a uma instabilidade generalizada no mercado financeiro. A taxa de câmbio subiu para R\$4,0 por US\$1,0. Novamente os juros foram elevados para manter o capital estrangeiro. Somado a esta realidade do ano da eleição, o rendimento médio real anual do trabalhador de 2002 era menor que o de 1995. Durante os dois mandatos de FHC, o país nunca teve dois anos seguidos com crescimento superior a 3%, e a média anual do crescimento da economia foi de 2,3%. O governo que implantou e consolidou o Plano recebeu uma dura resposta nas urnas.

Gráfico 3: Trabalho Econométrico

Taxa de Câmbio X Taxa de Juros Nominal



O eixo X mede o tempo e o eixo Y mede a unidade monetária e a taxa de juros nominal.

Dependent Variable: TAXA_DE_JUROS__OVER__S

Method: Least Squares

Date: 05/18/09 Time: 19:53

Sample: 1999M01 2009M04

Included observations: 124

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.925833	0.147524	6.275790	0.0000
TAXA_DE_CAMBIO__R\$__US	0.183378	0.061834	2.965642	0.0036
R-squared	0.067243	Mean dependent var		1.352947
Adjusted R-squared	0.059597	S.D. dependent var		0.367008
S.E. of regression	0.355904	Akaike info criterion		0.787685
Sum squared resid	15.45343	Schwarz criterion		0.833173
Log likelihood	-46.83645	F-statistic		8.795034
Durbin-Watson stat	0.292340	Prob(F-statistic)		0.003635

Estimation Command:

=====

LS TAXA_DE_JUROS__OVER__S C TAXA_DE_CAMBIO__R\$__US

Estimation Equation:

=====

TAXA_DE_JUROS__OVER__S = C(1) + C(2)*TAXA_DE_CAMBIO__R\$__US

Substituted Coefficients:

=====

TAXA_DE_JUROS__OVER__S = 0.9258327698 +
0.1833778436*TAXA_DE_CAMBIO__R\$__US

O motivo deste Trabalho Econométrico é demonstrar a relação entre a taxa de câmbio (real/dólar) e taxa de juros nominal brasileira no período de 1º janeiro de 1999 até 1º abril de 2009.

Por intermédio da regressão acima citada pode-se escrever a seguinte expressão: Taxa de juros over = 0.9258327698 + 0.1833778436 x taxa de câmbio (real/dólar), o que se leva a concluir que durante as crises internacionais: da Rússia (1999); da Argentina (2001); e, na transição do governo FHC para o governo Lula (2002), o real desvalorizou consideravelmente. Em consequência, o governo brasileiro subiu a taxa de juros para manter o capital estrangeiro durante estes momentos de crise de confiança.

3 A CRISE ATUAL DO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL

3.1 EUA, o epicentro da crise

O ano de 2008 ficará marcado como o ano da maior crise do sistema financeiro internacional desde a crise de 1929, que resultou na grande depressão dos anos 30. Durante os primeiros anos deste novo século, um período de crescimento econômico mundial com pouca regulamentação dos mercados, as conseqüências foram graves para o sistema financeiro internacional. Os Estados Unidos da América, tendo uma influência demasiada sobre o resto do mundo, têm capacidade de exportar seus problemas. Com a moeda norte-americana, o dólar, servindo como uma moeda de referência, todos os países ficam diretamente expostos aos problemas que ocorrem nos EUA. O crescimento das exportações dos países emergentes tem como principal cliente os EUA. Este consumo norte-americano aumenta sua dívida, que é financiada pelos próprios países que estão exportando os produtos consumidos. O excedente das exportações dos países em desenvolvimento, que compõe suas reservas internacionais, tem como destino, em sua maior parte, a compra de letras do tesouro americano. Esta dinâmica gera uma certa relação entre os emergentes e os EUA, pois caso a moeda americana tenha perda de valor em relação a outras, os detentores das letras do tesouro americano também perdem diretamente. A desaceleração da economia americana contribui negativamente para a diminuição das exportações dos países em desenvolvimento. Este ponto também contribui para uma convergência dos interesses do ponto de vista de crescimento econômico e em contrapartida um reflexo negativo para todos no caso de uma crise americana. Isto comprova a dificuldade da transferência líquida e sustentável de recursos para as economias em desenvolvimento.

3.2 As vulnerabilidades do sistema

Na década de 80, começou uma predominância do capital financeiro sobre as decisões a serem tomadas. O movimento da interligação dos sistemas financeiros nacionais avançava. Este processo contribuía para a desregulamentação e flexibilização da entrada e saída de capitais entre os países. Aumentava a agilidade do sistema financeiro. Como mencionado no

capítulo anterior, este era uma das condições exigidas pelo capital financeiro internacional para financiar os países em desenvolvimento. A desregulamentação e a flexibilização eram demandadas para que o capital financeiro internacional tivesse facilidade para entrar e sair a qualquer momento e com isto a segurança para o investidor estrangeiro aumentava. Na mesma época, existia um contexto político que sustentava a adoção destas medidas. Este movimento facilitava consideravelmente a obtenção de empréstimos provenientes de empresas do mundo todo, e não só de instituições financeiras. Os Estados Unidos da América e Inglaterra lideravam este movimento de uma Nova Ordem que tinha sua postura nos fundamentos na Economia Clássica. A postura defendida pelos clássicos era a não intervenção. O economista Adam Smith criou o conceito da mão invisível. Quando cada agente econômico fazia o melhor para defender seus interesses individuais, a força de uma mão invisível mantinha o mercado em equilíbrio sem a necessidade de intervenções. Este é o conceito do neoliberalismo dentro de uma nova realidade econômica globalizada, em que o mercado fica livre para se ajustar sozinho.

O problema americano se transformou em uma crise global. A causa inicial foram os empréstimos de alto risco, feitos para agentes econômicos com histórico de crédito desfavorável e destinados para a compra de imóveis, os chamados *subprime*.

Estes créditos foram *securitizados* e distribuídos mundialmente por instituições financeiras globais. A securitização ocorre quando uma dívida é transformada em um título e posteriormente vendida para um investidor.

Esta operação é feita para minimizar o risco, diluindo a possibilidade de inadimplência dos créditos a serem recebidos. A partir do momento em que os devedores iniciais não pagam suas obrigações, inicia-se um efeito em cadeia que, neste caso, chegou ao ponto de produzir um risco sistêmico. Isto significa que o sistema como um todo corre o risco de entrar em colapso. Outro agravante foi o uso de derivativos⁴ que são contratos referenciados em um ativo base. Estes derivativos, inicialmente concebidos para serem usados como proteção permitiam a alavancagem financeira. Neste caso ocorreu uma exposição cuja garantia eram ativos imobiliários supervalorizados. Em outras palavras, se o devedor não pagasse sua prestação e o banco retomasse o imóvel para saldar o débito, o valor real do imóvel era muito

⁴ Derivativos, de acordo com Lima (2006), são títulos cujos valores repousam nos valores dos ativos-objetos, negociados livremente nos mercados primários/físicos. Exemplos de derivativos: **contrato a termo** (acordos de compra e venda de um ativo para entrega futura e respectivo pagamento futuro por preço predeterminado, definido no fechamento do acordo); **swaps** (acordos privados entre duas partes para trocas de fluxo de caixa, por certo período de tempo, sem trocar o principal); **opções** (dão ao seu comprador o direito de fazer algo, sem obrigá-lo a exercer este direito, diferentemente dos contratos a termo).

menor que o estimado inicialmente pelo excesso de oferta. Os derivativos potencializaram o problema que ficou de uma magnitude difícil de ser precisada.

As instituições financeiras globais e os grandes bancos tiveram uma exposição a ponto de necessitar de volumosas e diversas injeções de capital dos governos dos países afetados para não falir. A eventual falência de grandes instituições financeiras causaria prejuízos maiores do que as injeções feitas, pois a presença delas em dezenas de países trariam um reflexo negativo incalculável e o sistema financeiro internacional poderia quebrar como um todo. Os desdobramentos na economia real seriam devastadores.

KRUGMAN, Paul. Roleta-russa financeira. *O Estado de São Paulo*, 16 set. 2008. Caderno de Economia, p. 7.

Segundo o economista Paul Krugman (2008), existe uma semelhança direta entre a crise provocada pelo *subprime* e a crise da década de 30:

Acreditava-se que o novo sistema trabalharia melhor, diluindo e reduzindo os riscos. Mas, com a crise da habitação e a conseqüente crise do crédito hipotecário, ficou evidente que o risco não chegou a ser reduzido, mas ocultado: os investidores, em sua maior parte, não tinham ideia do grau de exposição em que se encontravam. E, como as incógnitas desconhecidas se tornaram incógnitas conhecidas, o sistema presencia corridas pós-modernas aos bancos. Não as mesmas que se viam na versão antiga: com poucas exceções, não estamos falando de multidões de poupadores desesperados batendo furiosos nas portas fechadas dos bancos. Falamos de telefonemas frenéticos e mouses clicando, enquanto os operadores do mercado financeiro conseguem arrancar linhas de crédito e tentam reduzir o risco dos parceiros. Mas os efeitos econômicos – congelamento de créditos, queda abrupta do valor dos ativos – são os mesmos das grandes corridas aos bancos da década de 30.

O tamanho da crise era tão representativo, que exigiu dos governos aportes de capital de uma magnitude nunca vista antes a instituições financeiras ou empresas. Conforme citado no capítulo anterior, algo similar ao Proer estava novamente em pauta. O Proer, Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fornecimento do Sistema Financeiro Nacional, foi criado por Medida Provisória e resolução do Conselho Monetário Nacional em 1995. O programa foi criticado por muitos, pois ele era como um socorro dado aos bancos que se encontravam em dificuldades por circunstâncias que questionavam sua eficiência. A elevada inflação permitia que as instituições financeiras gerassem lucro independente de sua eficiência através do trânsito de recursos chamado de *floating*, segundo Lima (1999). As instituições financeiras ficavam com a correção monetária do recurso de seus correntistas durante o período entre as

transações. Isto é, quando um devedor fazia um pagamento em cheque, o credor só teria disponível o recurso em sua conta após alguns dias. Durante este tempo, a correção monetária ficava para o banco.

No contexto de alta taxa da inflação, a atividade central dos bancos passou a ser a manutenção do valor dos ativos e não mais a intermediação de recursos. Quando a inflação foi reduzida, este ganho desapareceu e muitos bancos ficaram em dificuldades. Gustavo Loyola, presidente do BACEN na época, afirmou: “Não estamos beneficiando o banqueiro A ou B. A preocupação não é favorecer os bancos, mas preservar o sistema e a economia como um todo.” (ANDREZO e LIMA, 1999). A tabela abaixo mostra o custo fiscal de programas de ajuste do Sistema Financeiro de outros países nas décadas de 80 e 90. O tamanho dos programas é muito menor que o da crise atual, mas o conceito de intervenção é o mesmo.

Tabela 4:

Custo Fiscal de Programas de Ajuste do Sistema Financeiro		
Ano	País	Custo/PIB (%)
1982	Argentina	13,0
1985	Chile	19,6
1985	Colômbia	6,0
1994	Venezuela	13,0
1991-93	Finlândia	8,2
1988-92	Noruega	4,5
1991-93	Suécia	4,5
1991	Estados Unidos	5,1
1995-96	Brasil*	0,5 - 1,1

Fonte: Rojas-Suarez, Liliana e Weisbrod, Steven R. “*Banking Crisis in Latin America: Experience and Issues*” IDB (1995).

* O custo do PROER foi calculado considerando a perda total dos créditos concedidos.

Elaboração: MF/SPE

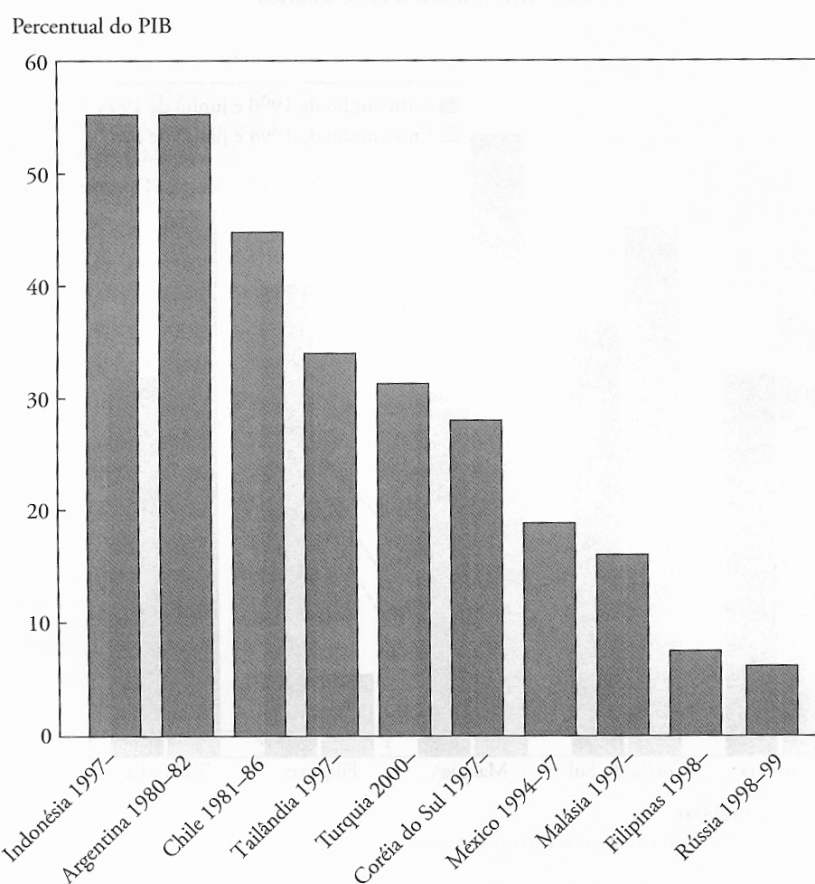
(Apud ANDREZO E LIMA, 1999, p. 227).

Conforme citado anteriormente, o tamanho da crise financeira também é importante pelo seu desdobramento na economia real. Este reflexo não é inteiramente imediato. Tende a ser mais lento e mais custoso. A crise financeira é somada a outros fatores como desvalorizações cambiais, queda das reservas cambiais, aumento da taxa de juros, desaceleração econômica, aumento do desemprego e aumento do déficit das contas públicas, entre outras. Estes pontos fazem o custo fiscal da crise ser elevado porque as dificuldades de financiamento para o estado aumentam, trazendo consequências diversas. Este ponto foi tratado com mais profundidade no capítulo que abordou O Plano Real. Ocorre um desequilíbrio da economia interna do país para atender a exigências externas que têm como

objetivo atrair o capital financeiro internacional. A tabela a seguir tem como objetivo demonstrar o custo fiscal das grandes crises que ocorreram em mercados emergentes em relação ao tamanho das suas economias. Esta relação pode por em perspectiva o tamanho da problemática da crise para cada país individualmente.

Gráfico 4:

Figura 3.15: Custo fiscal das grandes crises dos mercados emergentes



Fonte: Caprio e Klingebiel (2003).

(Apud Wolf, 2009, p. 58).

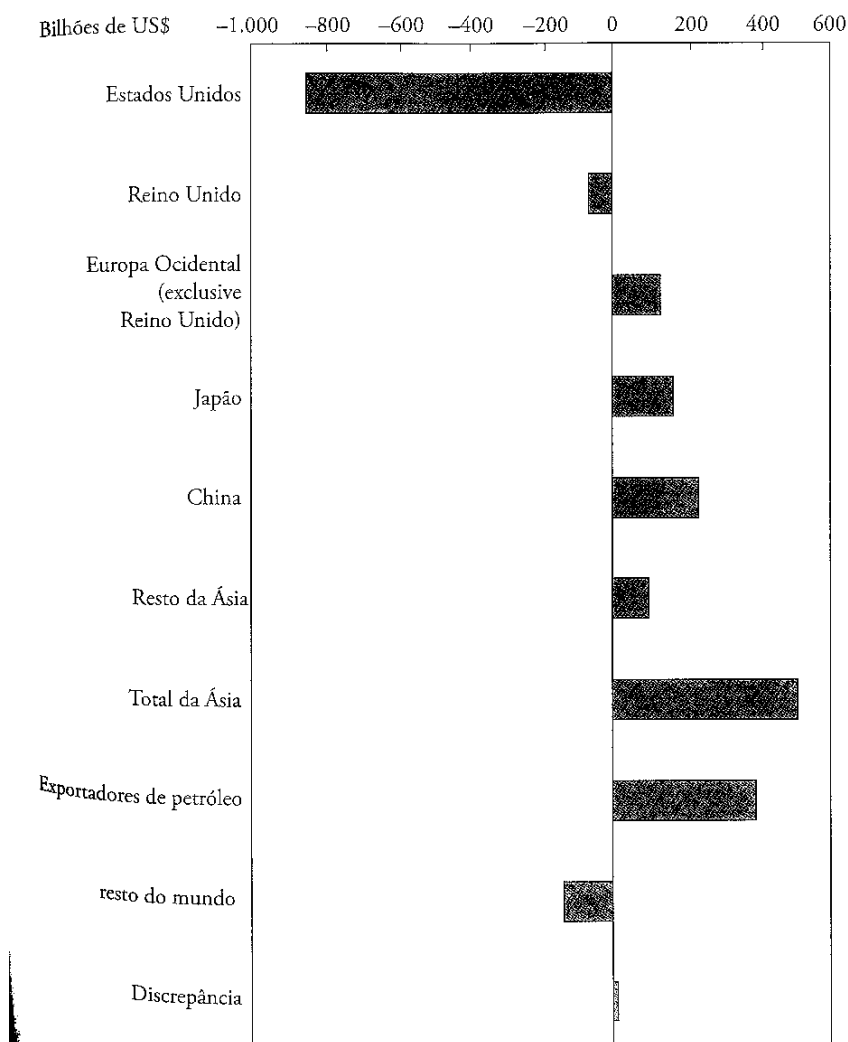
O superávit em conta corrente passou a ser um item obrigatório para os países em desenvolvimento na nova cartilha macroeconômica imposta pelo Fundo Monetário Internacional, citada no capítulo anterior. Este item possibilitou que os Estados Unidos se financiassem através do excesso de poupança de outros países. Segundo Wolf (2007), os

Estados Unidos eram responsáveis por três quartos do déficit em conta corrente do mundo em 2005. Esta dinâmica de disponibilizar seus excedentes, gerados pelas exportações, para financiar o déficit americano, colocou os países emergentes em uma relação de dependência aos Estados Unidos no sentido de que se a moeda americana se desvaloriza, os países também perdem. Isto ocorre porque uma grande parte das reservas internacionais dos países que geram poupança fica investida em títulos do tesouro americano.

Nas duas tabelas a seguir podem-se analisar a conta corrente e o nível das reservas internacionais de vários países:

Gráfico 5:

Figura 4.14: Conta corrente global, 2006

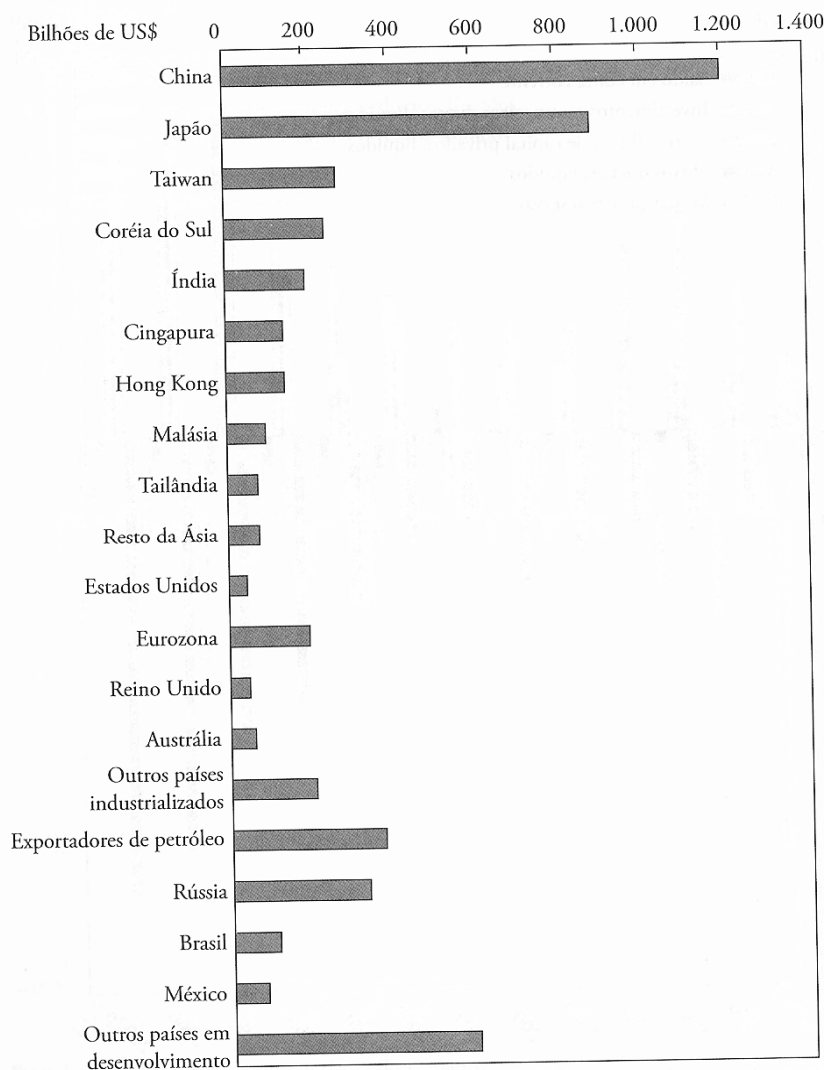


Fonte: Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook*, abril de 2004 e abril de 2007, World Economic Outlook Database.

(Apud Wolf, 2009, p.79).

Gráfico 6:

Figura 4.23: Distribuição global de reservas internacionais, março de 2007



Fonte: Fundo Monetário Internacional, International Financial Statistics.

(Apud Wolf, 2009, p. 92).

Estas condições podem ser a motivação do comportamento de vários países neste momento de crise. Os Estados Unidos tem uma posição privilegiada pelo fato da dependência mundial da sua moeda. A crise financeira que começou em 2007 teve sua origem no *subprime*. Este era um problema econômico interno dos Estados Unidos. No momento em que sua economia entrou em crise, tornando-se mais fragilizada, sua moeda deveria perder valor em relação às moedas de outros países, pois estava enfrentando novas condições internas adversas. Estas dificuldades existentes eram endógenas ao sistema americano. Pelo tamanho

da crise ser tão expressivo, a incerteza se espalhou pelo sistema financeiro internacional. Os agentes econômicos buscaram ativos com menor risco. Neste caso, os agentes compraram ativos atrelados à moeda americana. Este comportamento está demonstrado pela tabela a seguir. A cotação das moedas de vários países em relação ao dólar caiu entre os períodos de março de 2008 e março de 2009:

Tabela 5:

Trade, exchange rates, budget balances and interest rates

	Trade balance*	Current-account balance		Currency units, per \$		Budget balance	Interest rates, %	
	latest 12 months, \$bn	latest 12 months, \$bn	% of GDP 2009†	Mar 25th	year ago	% of GDP 2009†	3-month latest	10-year gov't bonds, latest
United States	-797.1 Jan	-673.3 Q4	-3.3	-	-	-13.7	0.34	2.77
Japan	+28.5 Jan	+143.3 Jan	+2.0	97.7	99.1	-5.6	0.56	1.29
China	+311.5 Feb	+400.7 Q2	+6.1	6.83	7.03	-3.6	1.23	3.10
Britain	-167.7 Jan	-45.6 Q3	-2.0	0.69	0.50	-11.3	1.75	3.26
Canada	+41.6 Jan	+11.3 Q4	-1.1	1.22	1.02	-2.4	0.37	3.02
Euro area	-53.8 Jan	-90.2 Jan	-0.8	0.74	0.63	-4.6	1.55	3.14
Austria	-2.4 Dec	+16.8 Q3	+1.6	0.74	0.63	-3.4	1.55	4.01
Belgium	+8.2 Jan	-8.2 Sep	+0.7	0.74	0.63	-3.6	1.57	4.01
France	-80.6 Jan	-56.8 Jan	-2.2	0.74	0.63	-5.4	1.55	3.64
Germany	+250.7 Jan	+224.3 Jan	+5.3	0.74	0.63	-3.9	1.55	3.14
Greece	-65.0 Dec	-49.9 Jan	-12.2	0.74	0.63	-4.8	1.56	5.38
Italy	-18.4 Jan	-73.1 Jan	-2.0	0.74	0.63	-4.3	1.55	4.37
Netherlands	+51.7 Jan	+67.6 Q3	+6.2	0.74	0.63	-1.3	1.55	3.67
Spain	-139.3 Dec	-154.5 Dec	-7.8	0.74	0.63	-7.4	1.55	3.88
Czech Republic	+3.8 Jan	-7.3 Jan	-2.3	20.2	16.2	-3.0	2.49	5.29
Denmark	+5.6 Dec	+6.8 Jan	+1.0	5.50	4.73	-2.0	3.17	3.77
Hungary	-0.4 Jan	-11.3 Q3	-3.7	221	163	-2.7	9.56	11.90
Norway	+73.7 Feb	+83.4 Q4	+10.9	6.51	5.09	10.6	3.20	3.98
Poland	-23.1 Jan	-28.1 Jan	-4.9	3.35	2.24	-2.2	4.21	5.92
Russia	+170.8 Jan	+98.9 Q4	-3.3	33.6	23.5	-6.1	13.00	12.12
Sweden	+14.3 Feb	+40.3 Q4	+6.7	8.07	5.98	-3.3	0.25	3.10
Switzerland	+18.4 Feb	+40.3 Q3	+8.7	1.12	1.00	-1.7	0.41	2.03
Turkey	-65.7 Jan	-37.2 Jan	-3.4	1.66	1.27	-4.2	11.75	7.90‡
Australia	-1.0 Jan	-44.1 Q4	-5.3	1.43	1.09	-3.1	3.15	4.46
Hong Kong	-25.1 Feb	+30.6 Q4	+9.1	7.75	7.78	-4.5	0.88	1.83
India	-111.2 Jan	-28.5 Q3	-3.7	50.8	40.2	-7.2	4.86	7.40
Indonesia	+8.0 Jan	+0.6 Q4	+0.2	11,530	9,180	-2.9	9.31	9.64‡
Malaysia	+42.2 Jan	+38.3 Q3	+7.8	3.63	3.19	-6.6	2.09	3.84‡
Pakistan	-19.7 Feb	-15.3 Q4	-5.8	80.6	62.8	-6.4	12.20	20.08‡
Singapore	+14.7 Feb	+27.1 Q4	+15.4	1.51	1.38	-4.1	0.56	1.93
South Korea	-8.5 Feb	-5.0 Jan	+1.2	1,362	987	-3.5	2.42	4.93
Taiwan	+6.3 Feb	+25.0 Q4	+7.9	33.9	30.0	-5.0	0.90	1.41
Thailand	+1.7 Jan	-1.3 Jan	+1.4	35.5	31.4	-4.7	1.80	2.84
Argentina	+12.8 Jan	+7.6 Q4	-0.5	3.68	3.17	-0.8	14.44	na
Brazil	+24.2 Feb	-25.7 Feb	-2.2	2.24	1.74	-1.5	11.16	6.16‡
Chile	+7.6 Feb	-3.4 Q4	-3.4	574	446	-3.5	3.00	3.65‡
Colombia	+2.1 Feb	-5.3 Q3	-4.0	2,377	1,820	-3.3	8.13	6.95‡
Mexico	-16.0 Feb	-2.4 Q4	-3.4	14.2	10.7	-3.2	6.52	7.74
Venezuela	+39.2 Q4	+39.2 Q4	+0.2	5.94	4.00§	-5.2	17.01	6.55‡
Egypt	-26.8 Q4	+0.1 Q3	-1.0	5.63	5.47	-7.1	10.52	4.13‡
Israel	-12.8 Feb	+1.6 Q4	+1.9	4.17	3.49	-5.0	0.59	3.38
Saudi Arabia	+150.8 2007	+95.0 2007	-7.9	3.75	3.75	-8.0	1.15	na
South Africa	-8.7 Jan	-21.0 Q4	-7.0	9.44	8.04	-3.3	8.85	8.44

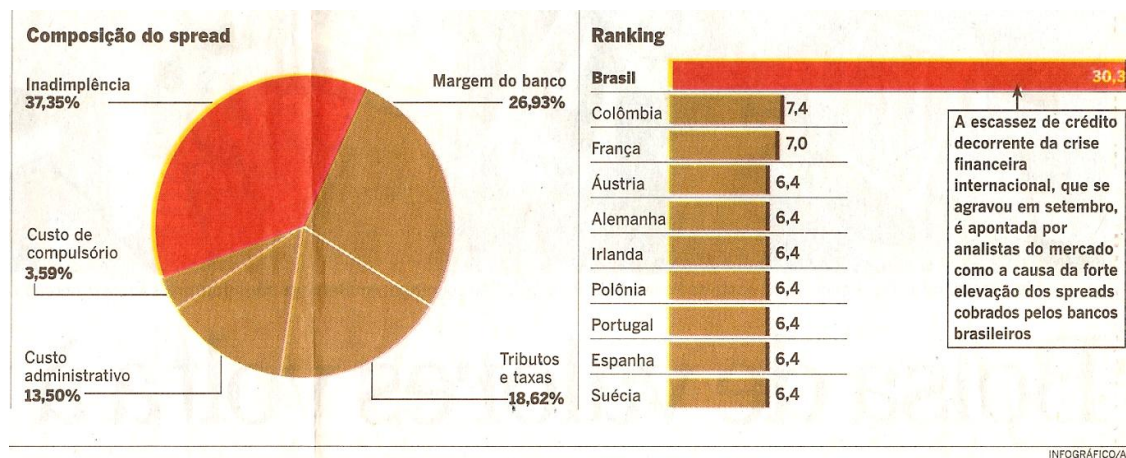
*Merchandise trade only. †The Economist poll or Economist Intelligence Unit forecast. ‡Dollar-denominated bonds. §Unofficial exchange rate.

Fonte: The Economist v. 390, n. 8623, London, march 21st-27th, 2009, p.114.

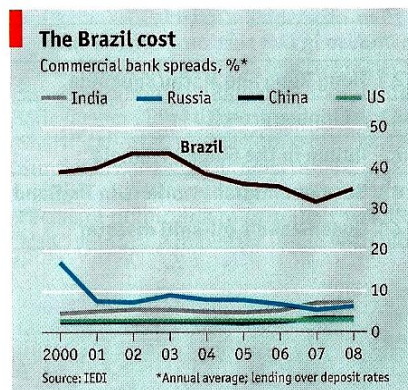
3.3 O reflexo da crise no Brasil

O Plano Real foi implantado em 1994. Desde seu início, o Plano enfrentou diversas crises internacionais como relatado no capítulo anterior. Todas elas sem exceção exigiram uma postura do governo de subida das taxas de juros. Pela primeira vez desde 1980, uma crise internacional não teve como resposta do governo brasileiro um choque de juros. Mesmo com este fato, a taxa de juros brasileira continua sendo uma das mais altas do mundo de acordo com a tabela anterior. Um fato que merece mais aprofundamento, é que o diferencial entre a taxa que os bancos captam e emprestam o dinheiro é o mais alto do mundo. No Brasil, a taxa média anual de captação do ano de 2008 foi em torno de 12%, e a taxa média dos empréstimos foi ao redor de 34%. O diferencial entre a taxa de juros no Brasil e nos outros países do BRIC e nos EUA é elevada. Os bancos comerciais brasileiros justificam este diferencial, chamado de *spread*, conforme a tabela abaixo:

Figura 1:



Fonte: O Estado de São Paulo, 04 fev. 2009, Caderno de Economia, p. 4.

Gráfico 7:

Fonte: The Economist, v. 390, n. 8623, London, march 21st-27th, p. 41.

CONCLUSÃO

As implicações da permanência da taxa de juros em níveis mais elevados por prazos extensos são diversas. O crédito fica mais caro e o crescimento econômico desestimulado. Ocorre o aumento do déficit das contas do governo. Estes pontos, entre outros, afetam diretamente a população e seu desenvolvimento. Os benefícios da estabilidade conquistados pelo Plano Real são inquestionáveis. O controle da inflação permitiu que o país melhorasse sua distribuição de renda. As políticas sociais tiveram maior eficácia. Esta estabilidade ocorreu parcialmente pela adoção de diretrizes da cartilha internacional do FMI que foram implantadas no início do Plano Real. Os juros foram mantidos a patamares elevados por motivos macroeconômicos, microeconômicos e também pelo forte *lobby* do capital financeiro. A estabilidade econômica brasileira trouxe benefícios que são comprovados pela posição relativamente confortável que o Brasil ocupou, em relação a outros países, possibilitando enfrentar a crise financeira internacional de 2007. A taxa de juros brasileira poderia ter sido reduzida com maior agressividade durante a década de 90 e principalmente entre os anos 2003 e 2007 pelos cenários interno e externo favoráveis. Este movimento contribuiria para o crescimento econômico e melhoraria o desenvolvimento da população.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABREU, Marcelo de Paiva (Org). *A ordem do progresso*. São Paulo: Campos, 1990.

ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. *Mercado Financeiro: Aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Pioneira, 1999.

BCB (2003). *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil/ Andre Soares Loureiro*, n. 42, /novembro de 2003, p. 9. Disponível em:
http://www.bcb.gov.br/pec/NotasTecnicas/Port/2003nt42DividaPubPremioRisco_TPBp.pdf.
Acesso em: 28 jan. 2009.

BLOOMBERG Tabela de Moedas 2009. Disponível em:
<<http://www.bloomberg.com/apps/cbuilder?ticker1=real>>. Acesso em: 28 mar. 2009.

BRASIL. Presidência da República. Secretaria de Estado de Comunicação do Governo.

BRASIL. 1994 – 2002: a era do Real. Brasília: *SECOM*, 2002.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. *Macroeconomia da Estagnação: Crítica da ortodoxia convencional no Brasil pós-1994*. São Paulo: ED 34, 2007.

EUROMONITOR (2007). Disponível em:
<http://www.euromonitor.com/Brazil_The_BRIC_laggard
<http://www.dieese.org.br/esp/5real/graf8.xml>> Acesso em: 28 out 2008.

FIESP. *Relatório da Competitividade da Indústria Brasileira*. Estudo feito pela FIESP e
Disponível em: < <http://www.fiesp.com.br/competitividade/publicacoes.aspx>>. Acesso: 28
jan. 2009.

FILGUEIRAS, Luiz. *História do Plano Real*. Rio de Janeiro: Bontempo, 2000.

FONSECA, Eduardo Giannetti da. *O valor do amanhã*.

São Paulo: Companhia das Letras, p. 69, 2005

FRANCO, Gustavo H. B. *O Plano Real e outros ensaios*.

Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995

FRANKEL, Jeffrey A. Measuring international capital mobility: a review.

American Economic Review, New York, p.197-202, May 1992.

FURTADO, Celso. *Em busca de novo modelo: reflexões sobre a crise contemporânea*.

São Paulo: Paz e Terra, 2002.

KRUGMAN, Paul. Roleta-russa financeira. *O Estado de São Paulo*, 16 set. 2008. Caderno de Economia, p. 7.

KRUGMAN, Paul R; OBSTFELD, Maurice. *Economia Internacional, teoria e política*. São Paulo: Makron Books, 1999.

MALAN, Pedro Sampaio. “Prezado Lula, ou recordar é viver”. *O Estado de São Paulo*, 8 out. 2006. Caderno Nacional, p. 2.

MEIRELLES, Henrique. Entrevista para Ricardo Grinbaum. *O Estado de São Paulo*, 5 abr. 2009. Caderno de Economia, p. 6.

REUTERS. *Tabela de taxa de juros 2007*. Disponível em: Euromonitor <http://www.euromonitor.com/Brazil_The_BRIC_laggard>. Acesso em: 28 nov. 2008.

ROJAS SUARES, Liliana; WEIBROD, Steven; R. Banking. *Crisis in Latin America: Experience and Issues*. (1995 apud ANDREZO/LIMA,1999, p. 277).

SMITH, Adam. *A Riqueza das Nações: investigação sobre sua natureza e suas causas*. Coleção Os economistas. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

STIGLITZ, Joseph E. More Instruments and broader goals: moving toward the

Washington Consensus. *Revista de Economia Política*, São Paulo: ED 34, v.19, n.1, jan./mar., 1999, p. 94-120.

WOLF, Martin. *A Reconstrução do Sistema Financeiro Global*.

Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

SITES:

BCB. Banco Central do Brasil. <www.bcb.gov.br>.

BLOOBERG. Agência de notícias Bloomberg. <www.bloomberg.com>.

DIEESE. Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Sócio-Econômicos.
<www.dieese.org.br>.

EUROMONITOR (2007). Disponível em:

<http://www.euromonitor.com/Brazil_The_BRIC_laggard

<http://www.dieese.org.br/esp/5real/graf8.xml>>. Acesso em: 30 dez. 2008.

FIESP. Federação das Indústrias do Estado de São Paulo. <www.fiesp.com.br>.

PLANALTO. Governo Federal do Brasil. <www.planalto.gov.br>.

REUTERS. Agência de notícias Reuters. <www.reuters.com>.

TESOURO. Tesouro Nacional. <www.tesouro.gov.br>.