

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

LEONOR MACHADO JUNGSTEDT

**VISÕES DA ORTODOXIA E HETERODOXIA ACERCA DO DESEMPENHO
ECONÔMICO BRASILEIRO ENTRE 1995 E 1998**

RIO DE JANEIRO

2022

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

LEONOR MACHADO JUNGSTEDT

**VISÕES DA ORTODOXIA E HETERODOXIA ACERCA DO DESEMPENHO
ECONÔMICO BRASILEIRO ENTRE 1995 E 1998**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como exigência para obtenção do título de Bacharela em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos

RIO DE JANEIRO

2022

LEONOR MACHADO JUNGSTEDT

VISÕES DA ORTODOXIA E HETERODOXIA ACERCA DO DESEMPENHO
ECONÔMICO BRASILEIRO ENTRE 1995 E 1998

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito para a obtenção do título de Bacharela em Ciências Econômicas.

Rio de Janeiro, 02 de agosto de 2022.

CARLOS PINKUSFELD MONTEIRO BASTOS - Presidente

Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

EDUARDO FIGUEIREDO BASTIAN

Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

WAGNER FARIA DE OLIVEIRA

Doutor em Economia pela EPGE/FGV

AGRADECIMENTOS

Esta monografia foi resultado de um esforço prolongado de anos, e culminação de uma jornada acadêmica que me levou a destinos que não imaginava quando entrei nesta universidade em 2015. Não acho que ninguém aqui citado, e certamente não eu, acreditaria na quantidade absurda de absurdos que vivemos desde então, e é surreal escrever hoje, em 2022, pensando naqueles dias do início da faculdade. Tudo já parecia tão maluco, mas agora parece incrivelmente simples.

Não existe um cenário em que eu sequer chegaria na minha primeira aula no não-tão-saudoso módulo do campinho sem a intervenção de algumas pessoas na minha vida, então comecei estes agradecimentos aqui: aos Drs. Reynaldo Jesus-Garcia Filho e Antonio Sérgio Petrilli, obrigada por todos esses anos extras que vocês me deram, pela minha integridade física, e por todo o apoio ao longo destes anos. Um agradecimento especial também para todos do Grupo de Oncologia Pediátrica que contribuíram para este estado. Agradeço ao Dr. Roberto Santoro, por segurar as pontas durante a produção deste trabalho e incentivar o equilíbrio da sanidade e da escrita.

Pela melhor amizade que poderia pedir, por todo o apoio, carinho e qualquer coisa que precisasse, agradeço a Julia Novaes e Letícia Zarur. Provavelmente este trabalho ainda estaria na metade se não fosse vocês. Em todos esses anos de faculdade, participei de muitas coisas incríveis e conheci pessoas melhores ainda. Aos meus colegas de turma, que resistiram até o final, Aline, Fernanda, Lucas e Lucas. A toda a equipe da Ágora, por todo o companheirismo, esforço e discussões, com carinho especial para Luana, Marcelo e Juliana. Ao Centro Acadêmico Stuart Angel, ao qual espero ter contribuído nem que seja um pouquinho, e a todos que conheci durante meu tempo dentro, e meu tempo muito maior no entorno. A Fernanda, Andrey, Pedro e Vitor, por toda a parceria nos corredores, nas salas de estudo, na correria do campus. A Alessandra, pelas conversas a fio, pelo cineminha, pelo apoio incondicional.

Para todos os meus colegas de trabalho na FGV DAPP, que compartilharam parte desta jornada comigo, pelo apoio e encorajamento. Agradecimentos especiais para a equipe de economia, Wagner de Oliveira, Beatriz Meirelles e Paula Audibert, meus parceiros mais próximos que estão já a tanto tempo esperando para ler este parágrafo, e para Marco Ruediger, cuja confiança e apoio foi fundamental.

Por toda a incrível paciência, encorajamento e orientação, os mais especiais agradecimentos para o professor Carlos Pinkusfeld, sem o qual absolutamente nada disto teria sido escrito. Meus mais especiais agradecimentos também para Anna Lucia Braga, que é a melhor secretária de todo o planeta, sem a qual este Instituto não funciona, e certamente não eu. Agradeço também aos meus professores ao longo da faculdade, e também aos que convivi ao longo das atividades paralelas, em extensão, conselhos e pesquisa, não somente pela formação, mas também pela contribuição ao meu desenvolvimento enquanto pessoa e enquanto acadêmica.

Finalmente, meus agradecimentos à minha família, que são meu grande e maior suporte desde sempre. A minha avó Lucia, pela paciência em aturar esta criança e tudo mais. A minha dinda Mariza, que foi uma fonte constante de carinho e apoio em toda a minha vida. Aos meus pais, Marta e Alceu, a quem eu devo tudo, meus eternos agradecimentos. Ao meu irmão Felipe, só por ser o melhor maninho do mundo.

Agradeço também a minha avó Judite, que não está mais aqui para ler este trabalho, mas cujo esforço é responsável por ele mesmo assim. Espero que tenha gostado do tema, vó.

RESUMO

Esta monografia analisa as interpretações do desempenho econômico do primeiro mandato do governo Fernando Henrique Cardoso por parte das correntes ortodoxa e heterodoxa, visando apresentar as principais convergências e divergências entre estas. O trabalho apresenta uma análise da interpretação de ambas as correntes quanto à política econômica conduzida no mandato e seus resultados, e contrasta seus principais pontos com os dados econômicos do período, com o objetivo de contrapor os argumentos com os fatos econômicos observáveis.

A partir da comparação das análises realizadas, é observado que as duas interpretações se aproximam quanto às suas visões dos principais fatos econômicos do período, mas discordam quanto ao modelo econômico adotado pelo governo. Para ambas, a manutenção da âncora cambial valorizada e dos juros altos foi prejudicial para a economia brasileira, apesar de divergirem quanto às causas, e ambas concordam quanto ao papel central das crises internacionais durante o período de análise. A interpretação das causas do déficit fiscal é a principal divergência entre as duas correntes com relação aos fatos econômicos.

A grande discordância entre as duas interpretações escolhidas é em relação ao funcionamento e às consequências do modelo neoliberal com âncora cambial. É incontestado que este período foi de solidificação para uma nova ordem econômica, cujos efeitos seriam sentidos nas décadas seguintes. Para os ortodoxos, foi uma conquista de modernização para a economia brasileira que levou a maior desempenho econômico em mandatos seguintes. Para heterodoxos, significou a degradação das bases econômicas do país, que necessitariam ser reconstruídas no futuro.

Economia Brasileira. Fernando Henrique Cardoso. História Econômica Brasileira.

ABSTRACT

This work analyses the interpretations of Fernando Henrique Cardoso's government first term by orthodox and heterodox schools, in order to present the main convergences and divergences between them. The research analyzes both schools' interpretation of the economic policy conducted in this period and its results, contrasting their main arguments with the economic data of the period, in an effort to contrast them with observable facts.

By comparing them, we observe that both interpretations agree about the main economic facts, but diverge about the economic model adopted by the government. Both agree that maintaining the exchange rate anchor overvalued and high levels of interest rates was harmful to the Brazilian economy, although they diverge on the underlying causes. Both agree on the central role of the international crises during the period of analysis. The interpretation of the causes of fiscal deficit was the main disagreement between the schools on economic facts.

The great divergence between the two schools was about the functioning and consequences of the neoliberal model with an exchange rate anchor. None of them contest the idea that this was a period of consolidation for a new economic order, with effects to be felt in the decades to come. To the orthodox, this process promoted modernization for the Brazilian economy, and led to greater economic growth in the following terms. To the heterodox, it meant the degradation of the economic bases of the country, which would need to be rebuilt in the future.

Brazilian Economic History. Brazilian Economy. Fernando Henrique Cardoso.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – variação acumulada em 12 meses, desagregado.....	31
Figura 2 – Saldo de transações correntes do Brasil (BPM6) – em US\$ bilhões.....	32
Figura 3 - Índice da taxa de câmbio real em relação ao dólar americano (IPCA) – junho de 1994=100	33
Figura 4 - Taxa de juros Selic anualizada - % a.a.	34
Figura 5 – Decomposição da taxa de juros doméstica – em % a.a.	35
Figura 6 – Produto Interno Bruto trimestral – série encadeada no índice de volume trimestral com ajuste sazonal (média de 1995 = 100)	38
Figura 7 – Produto Interno Bruto trimestral – desagregado por categorias de consumo – série encadeada no índice de volume trimestral com ajuste sazonal (média de 1995 = 100)	39

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Resultado fiscal primário do setor público consolidado (% PIB)	
36	
Tabela 2 – Necessidades fiscais do setor público (% PIB)	
37	
Tabela 3 – Quadro comparativo das interpretações ortodoxa e heterodoxa por tópico	
40	

LISTA DE ABREVIACÕES

BP – Balança de pagamentos

FBCF – Formação bruta de capital fixo

FHC – Fernando Henrique Cardoso

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IED – Investimento externo direto

INSS – Instituto Nacional do Seguro Social

IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

NFSP – Necessidade(s) de financiamento do setor público

OCC – Outras despesas de custeio e capital

PIB – Produto interno bruto

SUMÁRIO

1. Introdução	7
2. Interpretações da ortodoxia liberal acerca do desempenho da economia brasileira	10
3. Interpretações da heterodoxia acerca do desempenho da economia brasileira	19
4. Convergências e divergências entre as visões apresentadas.....	28
6. Conclusão	43

1. INTRODUÇÃO

A Nova República foi formada em 1985 já com a responsabilidade e necessidade de resolver a situação macroeconômica do país. A transição de um governo militar para civil se deu num ambiente de alta inflação, com a taxa anual na casa dos 200% ao ano. O primeiro governo civil não obteve sucesso no combate à inflação, se sucedendo planos fracassados, ministros e reformas monetárias. Mesmo o primeiro governo eleito em 1989, fracassou em suas primeiras tentativas de estabilização; o primeiro presidente eleito diretamente após quase 30 anos, Collor de Melo, sofreu um processo de impeachment e coube a seu vice, e sucessor, Itamar Franco, comandar o plano de estabilização que eliminou de vez a hiperinflação no país. Fernando Henrique Cardoso (FHC) assumiu o Ministério da Fazenda de Itamar Franco em 1993, e o Plano Real foi criado como proposta para atacar o problema.

A estrutura do Plano Real e o porquê do seu sucesso não fazem parte do objeto desta monografia. É relevante, porém, destacar que ele obteve sucesso em controlar a hiperinflação. Embora seja um fato cristalizado hoje, na época da eleição de 1994 seus resultados ainda eram, nos meses que se seguiram a sua implementação, considerados frágeis, sentimento reforçado pela sequência de oito planos fracassados anteriores. De qualquer forma, o sucesso inicial em reduzir a inflação foi o elemento crucial que explica a eleição de FHC a presidente na eleição de 1994, uma vez que sua imagem pública foi atrelada ao Plano Real durante a campanha eleitoral.

É evidente, portanto, que a questão da estabilização da inflação seria prioritária para o governo FHC. Uma vez alcançada uma redução muito grande das taxas de inflação quando do lançamento do Plano Real, esta estabilidade precisava ser mantida, uma prioridade que logo traria conflitos com outras demandas de política econômica no período, tais como crescimento e emprego, por exemplo.

Assim, além do foco de sustentação do fim da hiperinflação, a maior preocupação de política econômica desde os anos 1980, os formuladores de política econômica também teriam que lidar com outras prioridades como o comportamento das contas públicas, a questão do financiamento externo numa situação de maior, mas instável, liquidez internacional, e, é claro, o crescimento da economia. Entretanto, desde seu início o governo enfrentaria problemas no front externo, devido à instabilidade de financiamento mencionada anteriormente, que tem sua primeira aparição com a crise da dívida mexicana estourando em dezembro de 1994, e que

repetiria com as crises dos Tigres Asiáticos e da Rússia se sucedendo em 1997 e 1998, respectivamente.

O governo FHC manteve a estrutura econômica herdada do Plano Real durante todo mandato, uma decisão criticada por alguns, através de uma série de políticas econômicas conduzidas ao longo dos seus quatro anos. A validade dessa escolha e o sucesso destas políticas são assunto de múltiplas visões dentro do debate econômico brasileiro. O contraste de ideias quanto às medidas econômicas do primeiro governo FHC é o foco desta monografia, cujo propósito é analisar a interpretação do desempenho econômico neste período por parte de duas visões econômicas prevalentes no país, a ortodoxa e a heterodoxa, visando apresentar as principais diferenças entre estas.

Os termos ortodoxia e heterodoxia econômica, embora amplamente utilizados, não possuem um consenso fechado quanto as suas definições e, principalmente, componentes teóricos. Em termos gerais, a ortodoxia é a visão dominante dentro do campo econômico, enquanto a heterodoxia, ou heterodoxias, é o contraponto intelectual que se desenvolve às margens.

Entretanto, conforme argumentado por Colander, Holt e Rosser (2004), o termo ortodoxia é referente ao passado, sendo difícil que seja reconhecida uma ortodoxia enquanto ela está sendo desenvolvida. Para estes autores, a ortodoxia referente ao nosso tempo é a neoclássica; para os propósitos deste trabalho, a ortodoxia será considerada a corrente novo-clássica¹ e suas influências.

Por ser definida em oposição ao dominante, a heterodoxia é um termo guarda-chuva que reúne uma série de correntes de pensamento de bases teóricas muito diversas e mesmo conflitantes. Por uma questão de simplicidade, este trabalho opta pela seleção de uma destas correntes, a pós-keynesiana, conforme definida, de forma ampla, por Mark Lavoie (2006), incorporando influências kaleckianas, sraffianas e da escola de Cambridge. Desta forma, quaisquer usos da palavra “heterodoxia”, a partir deste momento, representarão esta corrente de pensamento.

Este período na história econômica brasileira foi crucial para a consolidação do sistema econômico sob o qual ainda operamos, solidificando os resultados do Plano Real e levando ao estabelecimento do sistema de metas de inflação no mandato seguinte. Atualmente, o primeiro

¹ Do inglês “new classical”.

mandato do governo FHC é considerado um período de transição, numa época turbulenta da economia mundial, mas também foi um período de muita expectativa quanto ao futuro do país, que era visto com grande potencial e atraía grande volume de capital estrangeiro. Compreender como o pensamento econômico brasileiro interpreta os fatos ocorridos neste mandato é de interesse para os estudiosos da economia brasileira, não apenas sob uma perspectiva histórica, mas mesmo para melhor compreensão do presente e das perspectivas futuras. Com o objetivo de contribuir para tal, nesta monografia são desenvolvidos cinco capítulos, sendo esta introdução o primeiro.

O segundo capítulo explora a interpretação da linha ortodoxa, também denominada marginalista, acerca desse período da economia brasileira. A ortodoxia foi a visão predominante no governo durante o mandato, guiando as escolhas da equipe de política econômica. Para a análise desta monografia, esta corrente será representada por textos de autores como Fábio Giambiagi, Edmar Bacha e Regis Bonelli.

O terceiro capítulo, por sua vez, se volta à interpretação da heterodoxia, em uma visão metodologicamente contrastante à anterior. A heterodoxia será representada pela linha pós-keynesiana, com autores como Victor Araujo, Denise Gentil e Eduardo Bastian.

Em seguida, os principais pontos de convergência e discordância entre as duas visões são elaborados no quarto capítulo, contrastando os elementos previamente elaborados para uma análise comparativa. Em associação aos pontos principais de cada vertente, serão apresentados os principais dados econômicos do período, com o objetivo de contrapor os argumentos com os fatos econômicos observáveis.

Finalmente, o trabalho encerra no quinto capítulo com uma breve conclusão, retomando as seções anteriores para reunir os resultados desta pesquisa.

2. INTERPRETAÇÕES DA ORTODOXIA LIBERAL ACERCA DO DESEMPENHO DA ECONOMIA BRASILEIRA

Para selecionar a primeira interpretação a ser analisada nesta monografia, parece razoável escolher entre a corrente de pensamento dominante dentre os economistas da época e a dominante entre os membros da cúpula decisória do governo. Quando se analisa o período FHC, não é necessário fazer esta escolha: o governo foi guiado em ambos os mandatos pela ortodoxia que predominava à época no pensamento econômico, e se expandia na esfera política de grande parte do mundo sob o chamado Consenso de Washington.

Muito já se escreveu sobre os mandatos FHC sob esta visão, com interpretações em grande parte similares. Para compor este capítulo, foram escolhidos dois conjuntos de trabalhos deliberadamente abordando a questão em horizontes de tempo diferentes. Edmar Bacha e Regis Bonelli possuem uma série de trabalhos analisando a tendência de crescimento brasileira a longo prazo, onde é possível encontrar comentários sobre o período em questão de um ponto de vista estrutural. Concentrando-se em análises detalhadas sobre os fatos ocorridos durante o mandato, Fábio Giambiagi possui diversos trabalhos focados no governo FHC que permitem elucidar uma interpretação dos eventos ocorridos no período.

Fábio Giambiagi abre um de seus artigos citando um editorial do Boletim de Conjuntura do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) de 2004, em que a situação brasileira, desde a década de 1990, foi comparada com o processo de ajuste de países da Europa Oriental (GIAMBIAGI, 2008). A comparação feita no editorial e incorporada no texto de Giambiagi é um exemplo da forma como o autor e muitos dos seus pares leem o período compreendido entre meados dos anos 1990 e o fim dos anos 2000. Eles consideram que o país passou por uma transição, necessária e bem-sucedida, de uma economia com alta inflação e alta dívida pública para uma economia moderna e estável. Identificam-se falhas e percalços no caminho, porém o objetivo fundamental foi atingido com sucesso.

Neste sentido, o início do governo FHC é identificado como um momento onde os rumos da estabilização econômica ainda estavam indefinidos e os resultados do Plano Real não eram garantidos. Internamente, a economia estaria entrando em um processo de superaquecimento que arriscava os resultados inflacionários positivos alcançados até então. No cenário externo, a crise do México trouxe forte pressão sobre uma moeda jovem em um país passando por recuperação inflacionária. Diante deste cenário, as medidas de alta dos juros e desvalorização controlada do câmbio teriam sido bem-sucedidas em controlar a inflação no cenário de crise.

Com a melhora do cenário interno e externo, a alta de juros recuperou as reservas internacionais (GIAMBIAGI, 2011).

Ao tratar do custo da dívida pública, Giambiagi (2008, p.10) afirma que as taxas de juros reais, após 1994, foram “inequivocamente muito elevadas”, mas as despesas com juros não foram excepcionais em comparação com outros países lidando com alto endividamento, como a Grécia e a Itália, cujos níveis de juros e dívida estiveram em patamares similarmente elevados, antes da entrada do euro. Ultimamente, ele conclui que:

... nas difíceis circunstâncias de 1995, o Plano Real foi salvo por dois fatores: a política monetária, pois sem os juros altos daquela época dificilmente ele teria escapado de sofrer o mesmo destino que os planos que o antecederam; e a situação do mercado financeiro internacional, pois se este não tivesse retornado à ampla liquidez e busca pela atratividade dos mercados emergentes, a política monetária por se provavelmente teria sido incapaz de assegurar o êxito do Plano. (GIAMBIAGI, 2011, p. 168)

Em seu livro, Giambiagi e Ana Cláudia Além (2011) atribuem o sucesso do Plano Real à âncora cambial, ao alto nível de reservas e aos juros altos, apesar do persistente desequilíbrio fiscal.

Giambiagi (2011) nota que as utilizações subsequentes destas medidas, para combater as crises da Ásia em 1997 e da Rússia em 1998, tiveram eficácia progressivamente reduzida. A contrapartida para este sucesso foi um desempenho econômico inferior enquanto estas medidas estiveram em vigência, um aparente *trade-off* entre estabilidade e crescimento. A manutenção do sistema de âncora cambial ao longo do mandato, às custas da deterioração da conta-corrente, gerava uma dívida externa crescente, que, por sua vez, causava pressão financeira sobre as contas do governo ao demandar a permanência das altas taxas de juros para atrair capital.

Sendo a política monetária justificada devido aos benefícios de manutenção da ordem econômica, Giambiagi aponta duas grandes falhas do primeiro mandato FHC: desequilíbrio externo e crise fiscal, ambos crescentes. O desequilíbrio externo seria causado primariamente pelo aumento das importações, com o desempenho fraco das exportações agravando o cenário. O financiamento do déficit de conta-corrente em si também constituiu um problema à medida em que, progressivamente, gerava novos pagamentos de juros e encargos ao exterior. Tanto os aumentos do déficit em conta-corrente quanto os da dívida líquida externa foram

atribuídos à apreciação cambial ocorrida imediatamente após a implementação do Plano Real, cujas desvalorizações controladas subsequentes não foram suficientes para mitigar (GIAMBIAGI, 2011).

Motivos são especulados para a manutenção do câmbio valorizado: um reflexo da situação externa em crise, ou seja, evitar uma possível desvalorização após o ocorrido no México, o que comprometeria a âncora cambial; motivações políticas de evitar instabilidades em um momento próximo à reeleição; e “a esperança de que o resto do mundo continuasse a financiar o país, em um processo no qual os ajustes fossem feitos gradualmente e o governo se beneficiasse do papel de ‘ponte até o restabelecimento do equilíbrio’” (GIAMBIAGI, 2011, p. 172).

Quanto à crise fiscal “crítica”, caracterizada pelo déficit primário do setor público consolidado de 4,7% nos quatro anos do primeiro mandato, em termos de necessidade fiscal do setor público (NFSP) operacional em porcentagem do produto interno bruto (PIB), o déficit público nominal médio acima de 6% e o crescimento contínuo da dívida pública, Giambiagi considera a política fiscal expansionista a principal causa desse quadro. A despesa de juros é levada em consideração, porém como um fator de importância secundária para a composição da crise; em grande parte, a despesa de juros também seria consequência da política fiscal expansionista, pois os juros estavam incidindo sob uma dívida crescente. A ausência de uma política fiscal firme e condizente com os objetivos do Plano Real é a principal crítica à política econômica realizada no texto, com o autor pontuando que, “sem a ajuda desta, o êxito do Real dependeu quase que exclusivamente do rigor da política monetária” (GIAMBIAGI, 2011, p. 174).

O autor salienta os resultados primários positivos alcançados na primeira metade da década de noventa como o resultado de uma estratégia de aproveitamento do cenário de alta inflação para corroer os gastos governamentais incorridos ao longo dos governos. Os déficits apresentados a partir de 1995, portanto, seriam resultado do esgotamento deste mecanismo, expondo as falhas no controle fiscal. Este período foi denominado de “déficit aberto”, em oposição ao “déficit oculto” que era mascarado pela hiperinflação. (GIAMBIAGI, 2008)

O governo fez uma série de esforços para mitigar os problemas fiscais, dentre os quais o mais emblemático talvez tenha sido o processo de privatizações. Para Giambiagi (2011), as privatizações eram, na visão do governo, um objetivo que serviria para suavizar tanto o problema de financiamento externo quanto o da dívida pública; os ajustes de caráter estrutural

que se faziam necessários (e requeriam um custoso processo político) eram adiados até o fim do processo de privatização. O agravamento do cenário externo com duas crises de dívida sucessivas, em 1997 e 1998, tornariam o adiamento deste ajuste impossível e antecipariam a agenda de reformas para o segundo mandato.

Giambiagi (2011) avalia o resultado geral das privatizações do governo FHC, em ambos os mandatos, como ambivalente. Pelo lado positivo, a dívida pública foi “favoravelmente afetada”, as empresas vendidas acabaram em situações melhores no setor privado, o setor de telefonia foi palco de grande expansão de linhas associada a uma queda dos preços, e o resultado fiscal das empresas estaduais foi recuperado para um superávit. Pelo lado negativo, a linha de propaganda frequente do governo de que a privatização abriria espaço para maiores gastos sociais foi “equivocada”, e problemas regulatórios graves no setor elétrico pós-privatização levaram a uma série de problemas relacionados a investimentos que desembocaram na crise energética de 2001.

A reforma bancária empreendida durante o primeiro mandato também foi ressaltada por Giambiagi como uma das ações de sucesso do governo em termos de modernização da economia, encaminhando a transformação do setor financeiro em linha com as ambições do governo deste novo sistema contribuir para a estabilidade econômica, além de apresentar uma maior abertura ao capital externo. (GIAMBIAGI, 2011). Adicionalmente, a privatização dos bancos estaduais foi uma estratégia usada para combater um mecanismo de financiamento dos déficits fiscais estaduais, explicitando a necessidade de reformas para esses entes. Giambiagi é favorável aos esforços de controle dos déficits estaduais e municipais, aos quais atribui muito do desequilíbrio fiscal do país da época. Dentre as medidas mais mencionadas, a renegociação das dívidas estaduais e municipais em 1997/1998, precedendo a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal no segundo mandato, é positivamente destacada por este autor (GIAMBIAGI, 2008; GIAMBIAGI, ALÉM, 2011).

Apesar de apontar estes e outros esforços positivos, a avaliação de Giambiagi acerca da política fiscal do primeiro mandato FHC (e dos resultados finais) é, em linhas gerais, negativa. O peso fiscal das medidas monetárias e cambiais, citado anteriormente, é contextualizado como o resultado de um plano de estabilização empreendido sem o alicerce de uma política fiscal sólida, um legado recebido pelo novo governo, porém não resolvido ao longo do primeiro mandato. Giambiagi (2011) ressalta que a piora do resultado operacional das NFSP se deu majoritariamente ao resultado primário, sendo a despesa com juros reais

responsável por apenas um quarto da deterioração. Logo, a grande determinante da deterioração das contas públicas teria sido a má condução da política fiscal, não os efeitos da política monetária.

Giambiagi e Além (2011) concordam, até certo ponto, com a existência de uma inconsistência entre os direitos garantidos pela Constituição Federal de 1988 e a disponibilidade de financiamentos para o poder público. Essa inconsistência estaria na raiz do desequilíbrio fiscal que passou anos oculto pela hiperinflação: os governos podiam se utilizar do imposto inflacionário para atender às demandas sociais em um nível nominal e ainda manter resultados fiscais equilibrados. Com a hiperinflação chegando ao fim, o período de “déficit aberto” revelava dilemas fiscais que o governo precisaria resolver.

Entretanto, o que os autores constatarem é uma deterioração do cenário fiscal entre 1995 e 1998. Apesar da já referida crise nos entes da federação ser mais pronunciada, os autores chamam atenção para a contínua piora das contas da união no período. Esta piora foi atribuída a três fatores de maior importância: o aumento de transferências a estados e municípios, o aumento do gasto previdenciário, e o aumento na rubrica orçamentária “outras despesas de custeio e capital” (OCC). A dinâmica das transferências é atribuída ao aumento de receitas, sendo um aspecto de baixo controle por parte do governo. O gasto previdenciário também possuiu um componente fora do controle imediato do governo, sendo influenciado pelas concessões de aposentadorias rurais na primeira metade dos anos ‘90, a implantação do Regime Jurídico Único e os efeitos tardios da aposentadoria por tempo de serviço introduzida na Constituição de 1988.

De fato, efeitos da Constituição de 1988 cujo impacto fiscal foi gradual ou defasado, sendo sentidos em sua plenitude em meados dos anos 1990, foram considerados relevantes para a situação fiscal em que o governo FHC se encontraria no primeiro mandato. A vinculação de receitas para os estados e municípios é um exemplo, completada em 1993 e levando a um aumento das transferências em relação aos anos 1980. De modo geral, os autores consideram que os efeitos da Constituição deixaram o governo federal com menor capacidade de manobra em uma situação de aperto fiscal, sendo responsável por uma parcela menor do gasto público, com uma parcela ainda menor estando sob seu controle direto.

Apesar destas pontuações, não foram apenas fatores de caráter estrutural que os autores conectaram à crise fiscal. Giambiagi e Além se referem à política fiscal do mandato como possuindo “contornos claramente expansionistas a partir de 1995” (GIAMBIAGI, ALÉM,

2011, p. 149), atribuindo esta afirmação ao aumento de gastos realizados de forma discricionária. Os dois elementos centrais para seu argumento são o reajuste das aposentadorias e benefícios acima da inflação e o aumento das despesas categorizadas como OCC. Em ambos os casos, os aumentos realizados pelo governo não eram exigidos pela Constituição, e qualificam, para os autores, uma política de expansão de gastos.

O aumento discricionário identificado nos gastos previdenciários se refere ao aumento do salário mínimo realizado pelo governo, a taxas superiores à inflação. Os autores enfatizam particularmente o aumento concedido em maio de 1995, quando o salário mínimo foi elevado a R\$ 100 reais em resposta a uma contínua pressão política e popular, um salto nominal de 43% em relação ao valor anterior. Conforme determina a Constituição, este e todos os outros reajustes foram repassados para as aposentadorias e benefícios concedidos pelo poder público, cujo piso é o salário mínimo.

Os gastos na rubrica de OCC, por sua vez, são os que evidenciam com mais contundência onde o governo se posicionou na disputa entre as demandas sociais e as finanças públicas descrita por Giambiagi e Além (2011). O OCC corresponde à maioria dos gastos diretos de cada ministério, à exceção dos gastos com pessoal, benefícios previdenciários, juros da dívida e as transferências constitucionais. Portanto, é nesta rubrica que se encontram as despesas de custeio direto, ou seja, descontados os salários, tradicionalmente associadas ao governo federal e dele demandadas: educação, saúde, transporte, etc. De fato, o aumento discricionário nos gastos do OCC identificado pelos autores é, conforme os mesmos admitem, em categorias cuja alocação era justificada e mesmo necessária. O cerne do problema seria “ter atendido a esta multiplicidade de demandas, (a) ao mesmo tempo e (b) sem ter o devido ‘lastro’ de receita para isso” (GIAMBIAGI, ALÉM, 2011, p. 154).

Numa abordagem com um olhar a longo prazo, a interpretação construída por Edmar Bacha e Regis Bonelli busca explicar o crescimento econômico brasileiro a partir da Segunda Guerra Mundial, sendo apresentada em Bacha e Bonelli (2005) e posteriormente revisada em Bacha e Bonelli (2013). Os autores identificam uma quebra significativa nas taxas de crescimento do produto antes e depois da década de 1980, e utilizam uma abordagem fundamentada no crescimento baseado em acumulação de capital para explicá-la, apoiando-se em modelos econométricos alinhados com os modelos de crescimento AK e de Solow-Swan. Esta queda na acumulação do capital é explicada por quatro fatores: a queda da taxa de poupança, a

redução da utilização de capacidade, a queda na produtividade do capital (relação produto/capital em uso) e o aumento no preço relativo do investimento.

Em um artigo posterior, Bonelli (2016) enfatiza a relação entre a desaceleração do crescimento e a queda na produtividade (desta vez na forma da produtividade total dos fatores): “a crise do crescimento brasileiro é uma crise de produtividade” (BONELLI, 2016, p. 61). A utilização ineficiente do estoque de capital no país é apontada como a principal causa do comportamento da produtividade desde os anos 1980, assim como uma desaceleração da produtividade do trabalho, em parte atribuída à mudança estrutural do mercado a favor do setor de serviços.

Dentro desta longa tendência de estagnação, os autores identificam períodos com características distintas que definem como e porque o país se manteve nesta trajetória. No caso do período que os autores denominam de “Plano Real e reformas”, englobando de 1993 a 1999, também se constatou uma queda na taxa de crescimento do capital. Quanto aos fatores explicativos, tanto a taxa de poupança e a produtividade do capital caíram, sendo considerados os fatores de maior relevância, enquanto o nível de utilização de capacidade aumentou e os preços relativos do investimento se mantiveram estáveis, embora tenha ocorrido uma queda entre 1995 e 1998.

A dinâmica da poupança durante este período é uma particularidade ressaltada pelos autores, devido à queda da poupança ter sido causada majoritariamente pela poupança doméstica. Este comportamento foi atribuído ao “fim do imposto inflacionário e à pressão dos gastos correntes sobre o orçamento do governo, que levou a uma redução no investimento público” (BACHA E BONELLI, 2013, p. 242).

Por sua vez, Bonelli (2016) nota que o desempenho da produtividade total dos fatores no período contrasta negativamente com a década seguinte, onde observam-se períodos de crescimento do PIB similar com maior nível de produtividade. Bacha e Bonelli (2005) consideram que as reformas empreendidas no governo FHC foram capazes de conter o processo de declínio da produtividade do capital que se desenvolvia nos quinze anos anteriores, porém choques adversos no início do século XXI teriam agido contra, como a crise energética, o estouro da Nasdaq e o temor de uma reversão política. Bonelli (2016) sugere que as reformas aprovadas durante o fim dos anos 1990 teriam contribuído para o aumento da produtividade em anos posteriores, sendo uma política com efeitos positivos, porém defasados.

O aumento observado no nível de utilização de capacidade foi indicado como uma das causas do crescimento do PIB durante este período, apesar da queda da acumulação de capital (BACHA, BONELLI, 2005). Este acontecimento teria sido consequência no aumento de demanda ocorrido após o aumento da massa salarial associado, principalmente, aos reajustes realizados pelo setor público no salário mínimo e nas gratificações no início de 1995 (BACHA, 1997). Embora parte da demanda gerada tenha sido direcionada para os produtos importados recém-disponíveis no mercado brasileiro devido à liberalização comercial concomitante, a parcela direcionada para o mercado interno levou, primariamente, ao aumento da utilização de capacidade.

Os autores ressaltam o sucesso do controle inflacionário do Plano Real, considerando-o necessário para o abandono do modelo de substituição de importações com alta participação estatal que imperava anteriormente. Porém, criticam a política fiscal do governo e a dependência da âncora cambial, que levou a juros reais elevados. Estes fatores teriam agido contra uma retomada das exportações ou uma ascensão do investimento privado, desestimulando o crescimento do país. O fator externo, na forma das crises asiática e russa, é apontado como um agravante significativo que levou à queda de crescimento em 1998, assim como as baixas taxas observadas em anos seguintes até 2002 (BACHA; BONELLI, 2005).

Como apresentado no início do capítulo, a ortodoxia liberal foi a principal base de ideias econômicas do governo. Desta forma, é natural que exista uma confluência de prioridades, encontrada principalmente quando se trata das medidas tomadas ao longo do mandato para garantir os resultados do Plano Real, principalmente no campo monetário. O argumento principal que marca as interpretações liberais acerca do primeiro mandato de FHC é de que a estabilização da economia pós-Plano Real foi bem-sucedida e essencial para o futuro do país.

Existem críticas pontuais levantadas acerca de algumas medidas realizadas para garantir esta estabilidade, como os juros em um nível acima do necessário e um manejo do câmbio desfavorável. Entretanto, de modo geral são falhas consideradas aceitáveis, dadas tanto às circunstâncias adversas, como as crises externas frequentes e a herança de desequilíbrios estruturais, quanto aos resultados obtidos pela criação de uma moeda estável e com baixos níveis inflacionários.

Em particular, é relevante notar que o sucesso do Plano Real a essa altura não era algo garantido nesta interpretação; pelo contrário, o aumento de demanda notado após a queda da inflação e o aumento da massa salarial é visto como um risco eminente. Desta forma, as

medidas tomadas são vistas como não apenas garantidoras de um resultado encaminhado, mas como intervenções essenciais para assegurar a estabilidade.

Apesar da proximidade, as interpretações ortodoxas não são inteiramente positivas. A grande crítica acerca do entorno do Plano Real é a falta de uma base de reforma e responsabilidade fiscal, um problema herdado dos anos hiperinflacionários que não foi resolvido. Pelo contrário, argumenta-se a favor da existência de uma política deliberadamente expansionista, devido a aumentos em áreas discricionárias e o reajuste do salário mínimo acima da inflação. Este cenário teria agravado os problemas fiscais pré-existentes no país.

Simultaneamente, a queda no investimento público não é bem-recebida, interpretada como mais uma consequência negativa das pressões fiscais. Os resultados de produtividade do período também não alcançaram as expectativas, contribuindo para mais um período numa trajetória longa de crescimento insatisfatório no país. Entretanto, é relevante mencionar a interpretação de que os efeitos sobre a produtividade das reformas implementadas durante esses anos foram defasados; desta forma, as medidas tomadas durante o mandato seriam responsáveis pela melhora na produtividade em momentos seguintes, não pelo fraco desempenho observado durante o período.

Todos os autores analisados trazem uma argumentação favorável a ideia de que, embora os resultados econômicos possam ser vistos como inferiores a períodos que se sucederam, foi neste mandato que se estabeleceram as fundações para que este crescimento fosse possível. Esta interpretação inclui, ainda, a visão favorável em relação as reformas realizadas no mandato seguinte, que requereriam uma economia estável para serem conduzidas.

3. INTERPRETAÇÕES DA HETERODOXIA ACERCA DO DESEMPENHO DA ECONOMIA BRASILEIRA

No capítulo anterior, apresentamos a visão ortodoxa acerca do comportamento da economia brasileira no primeiro mandato de FHC. Neste capítulo, será introduzida a visão contrastante de representantes da heterodoxia econômica brasileira, representada, conforme assinalado na Introdução, por autores pós-keynesianos.

Os autores da heterodoxia interpretam as decisões de política econômica do governo FHC e suas consequências ao longo do mandato como efeito de sua adesão ao projeto neoliberal. A prioridade principal foi a manutenção da estabilização econômica iniciada no Plano Real. A adesão ao modelo neoliberal ditou os caminhos pelos quais a equipe do governo identificou e desenhou estratégias para enfrentar os desafios que se apresentaram no período (ARAÚJO; GENTIL, 2021; BASTIAN; MAZAT, 2022).

O modelo neoliberal é exibido como um novo modelo de desenvolvimento introduzido ao Brasil para assumir o lugar do modelo de substituição de importações, cujo esgotamento era anunciado como certo. Ele é, em termos simples, fundamentado no tripé da abertura financeira, comercial e privatizações. Bastian e Mazat (2022) definem a agenda neoliberal como a “primazia dos mercados”. Araujo e Gentil acrescentam:

O neoliberalismo busca resgatar as concepções teóricas que atribuem à livre iniciativa e às forças de mercado a melhor organização das ordens econômicas e social, limitando a ação estatal à garantia das condições de funcionamento dos mecanismos de mercado (...). As restrições ao raio de alcance do Estado também se refletem na política macroeconômica, que, nesta concepção, limita a ação a assegurar a estabilidade de preços por meio de políticas monetária e fiscal rígidas. (ARAÚJO; GENTIL, 2021, p. 426)

Esta corrente surgiu em reação ao padrão de intervenção estatal, que vigorou nas décadas que se sucederam ao fim da Segunda Guerra Mundial, padrão este que se caracterizou nos países periféricos pelo desenvolvimentismo. A primeira crise do petróleo, em 1973, e suas ramificações forneceram o espaço para a emergência neoliberal, como solução aparente para a crise econômica, que o receituário econômico vigente não se encontrava preparado para enfrentar (ARAÚJO; GENTIL, 2021).

No Brasil, a entrada da agenda neoliberal não ocorreu no governo FHC, nem foi resultado do sucesso da estabilização. Pelo contrário, esse ideário vinha se expandindo desde a década de 80 e caracterizou os governos Collor e Franco. Esta primeira fase de governança neoliberal foi marcada principalmente pela abertura comercial e pelo foco no ajuste fiscal, posicionados estes como requisitos para o sucesso dos planos de estabilização, em particular do Plano Real, planejado e executado no governo Franco. Os esforços de controle fiscal aparentemente teriam gerado um maior superávit primário (o ponto é polêmico, dado os efeitos distorcivos da alta inflação sobre os dados fiscais), o que seria importante para o lançamento do Plano Real. Sabe-se, entretanto, que as reformas monetárias seriam essenciais para a implantação do plano (IAHN; MISSIO, 2009). A continuidade das transformações estruturais, pensadas pelos seus proponentes, foi um elemento anunciado da estratégia de estabilização, da qual compunha o Plano Real. O sucesso deste proveu o capital político necessário para avançar a agenda de reformas que, de certa forma, consolidaria a transição do modelo desenvolvimentista para o modelo neoliberal, iniciada no governo Collor (ARAÚJO; GENTIL, 2021).

Apesar do sucesso eleitoral, o novo governo se encontrou em uma situação perigosa face à crise mexicana, devido à similaridade dos modelos de estabilização dos dois países, algo que Araujo e Gentil (2021) ressaltam. A estratégia de rígido controle cambial foi mantida com redobrados esforços, temendo as consequências de um abandono tão próximo ao ocorrido no México. Por todo o mandato, apesar de sucessivas crises externas ameaçando o modelo, as políticas macroeconômicas seguiriam a âncora cambial como estabilizadora dos preços, através da convergência dos preços domésticos com os internacionais (ARAÚJO; GENTIL, 2021; IAHN; MISSIO, 2009).

A convergência de preços demanda a manutenção da abertura comercial, um processo iniciado em governos anteriores. Entretanto, Araujo e Gentil (2021) notam que não houve medidas ativas do governo FHC com relação aos ditames de abertura comercial, ao menos em termos de política tarifária. A assinatura do acordo Mercosul no governo Collor, embora uma importante medida na liberalização comercial, limitou a possibilidade de ação de governos subsequentes neste campo devido à necessidade de harmonizar as tarifas com os demais signatários. Ademais, os desequilíbrios em balança comercial e conta corrente que se exibiam no início do governo, e que continuaram a demonstrar sinais de gravidade, criavam pressões no sentido contrário, demandando maior protecionismo. Ultimamente, foi declarado o aumento de tarifas de importação para um grupo de itens incluso na Lista de Exceção

Nacional do Mercosul, incluindo automóveis e eletroeletrônicos de consumo, e uma série de medidas administrativas voltadas a criar empecilhos para importações no país. Além disso, face à crise externa no fim de 1997, as tarifas foram aumentadas temporariamente por 3 pontos percentuais (KUME; PIANI; SOUZA, 2003).

Segundo Iahn e Missio (2009), a manutenção do câmbio valorizado, junto da economia aberta, levou à rápida degradação da balança comercial e da balança de pagamentos brasileira, que se mantiveram em déficits durante todo o mandato. As importações cresceram imediatamente, enfrentando condições muito atrativas no mercado brasileiro, enquanto as exportações, que caíram no primeiro momento, não se beneficiaram de um eventual “efeito valor” o suficiente para reequilibrar a balança. Durante o ano de 1995, o governo realizou mudanças no regime cambial, numa tentativa de suavizar a sobrevalorização, resultando na transição para um sistema de banda cambial, porém os autores consideram que estas medidas não foram capazes de alterar o cenário de alto déficit externo como consequência da âncora cambial.

Sendo assim, criou-se uma necessidade perene por capital externo para financiar os déficits na balança de pagamentos, demandando uma política monetária restritiva para fornecer juros atrativos. Ao longo do mandato, os momentos de crise externa exigiram aumentos nos juros, porém o patamar das taxas esteve sempre elevado para além do piso estimado². Esta característica fez com que Iahn e Missio (2009) denominassem a política monetária de “segunda âncora”, complementando a política cambial. Enquanto a agenda de abertura comercial ficou parada, a liberalização financeira, avançou principalmente através de medidas voltadas a estimular essa entrada de capital estrangeiro no país. Em uma das medidas emblemáticas do período, o governo aprovou a emenda constitucional nº 6 (BRASIL, 1995), que eliminou a diferenciação entre empresas nacionais e estrangeiras na constituição.

Uma série de críticas é elencada por autores heterodoxos contra essa estratégia de estabilização. A começar, tanto Araujo e Gentil (2021) quanto Iahn e Missio (2009) identificam contradições internas que levam a ciclos viciosos. Os primeiros notam que o capital estrangeiro no país enviava sua remuneração de volta para o exterior, seja através de lucros ou de pagamento de juros, o que gerava novos impactos na balança de pagamentos.

² Araujo e Gentil (2021, p. 438) apresentam o cálculo do piso da taxa básica de juros como a soma da taxa de juros externa, a expectativa de desvalorização, e o risco-país, com os dois últimos fatores sendo diretamente afetados pelas decisões de política monetária e cambial do governo.

Eles responsabilizam este ciclo vicioso pela aceleração do déficit em transações correntes de 3% do PIB para 4,3% entre 1996 e 1998, enquanto os compromissos em moeda estrangeira cresciam mais rápido do que as reservas internacionais. Os últimos, por sua vez, apontam que a atração de capital estrangeiro aumentava os meios de pagamento em circulação no país, pressionando o nível de preços para cima e gerando incentivos para uma política monetária mais restritiva (IAHN; MISSIO, 2009). A manutenção de juros altos (ou seu aumento) atraía ainda mais capital, alimentando um ciclo contrário ao propósito estabilizador da âncora cambial que este processo visava apoiar.

Serrano (1998) também é crítico ao uso de investimento externo direto (IED) para financiamento do déficit externo, apresentando dois argumentos contrários a esta política. Primeiramente, ele argumenta que o aumento da presença de investimentos estrangeiros na economia traz consigo maior presença de bens comercializáveis importados, agravando um dos componentes causadores do déficit. Por outro ângulo, como o fluxo de IED se direcionava para a compra de empresas públicas no processo de privatizações ou para a produção doméstica, pouco seria adicionado à capacidade de exportação.

Por fim, a estratégia do governo de internacionalizar a dívida pública era arriscada, dada a propensão dos investidores estrangeiros de transferir seus fundos para títulos em dólar caso o risco de desvalorização cresça. Sua sustentação requeria a manutenção de um grande fluxo de capitais, independente do desempenho da economia brasileira (SERRANO, 1998, p. 13). Tanto Bastian e Mazat (2022) quanto Iahn e Missio (2009) frisam que esta combinação de política cambial e monetária colocou a economia do país em uma posição de vulnerabilidade externa.

Dados os custos da estratégia de estabilização escolhida pelo governo, é relevante notar que existem autores dentro da heterodoxia que também ressaltam que o Plano Real não atingiu pleno sucesso em eliminar a inércia inflacionária. Apontando para o patamar relativamente alto da inflação brasileira a longo prazo (1996-2012) se comparada com países desenvolvidos, Carvalho (2014) caracteriza a inflação pós-Real como resultado do processo incompleto de desindexação da economia. Em sua interpretação, a inflação é uma manifestação do conflito distributivo, da tensão social quanto à divisão do produto. A inércia inflacionária, portanto, é uma forma de institucionalizar a negociação em torno deste impasse.

Os *policy makers* responsáveis pelo Plano Real teriam reconhecido esta característica da inércia inflacionária e assumido sua alta capilaridade na economia como premissa, sendo

necessário aceitar a permanência de algum nível de indexação para obter a sua viabilidade política. Como consequência, a desindexação da economia nunca foi concluída durante a desinflação, gerando uma nova trajetória de preços que seria marcada pela rigidez para baixo (CARVALHO, 2014).

Quanto às demais reformas encaminhadas para avançar a agenda neoliberal, as privatizações foram as mais alinhadas com o projeto de governo de FHC, pela leitura de Araujo e Gentil (2021). A gestão pretendia conduzir um ajuste fiscal e publicizava-o como necessário para a manutenção da estabilidade econômica. As privatizações eram anunciadas como um processo chave ao contribuir de duas formas: a receita obtida com a venda das empresas públicas seria usada para abater a dívida pública e a venda das empresas livraria o governo do peso fiscal de empresas deficitárias. Esta última é o ponto de maior discordância para Araujo e Gentil (2021), que consideram esta visão das empresas públicas um pressuposto errôneo do ideário neoliberal.

Os autores ressaltam que as empresas apresentadas como ineficientes passaram por anos de políticas de preços anti-inflacionárias, reajustando os preços e tarifas praticados abaixo da inflação, levando a perda de receitas e sucateamento. Apesar deste contexto, ressaltam a existência de estatais lucrativas, algumas das quais também foram incluídas no rol de privatizações. Devido à supracitada liberalização da entrada de capital externo, muitas das empresas privatizadas foram adquiridas por empresas estrangeiras, algo que o governo desejava e deliberadamente incentivou como forma de atrair capital externo (SERRANO, 1998).

A política monetária contracionista comprometeu a expansão de crédito realizada pelos bancos a partir da estabilização em 1994 e afetou negativamente a sobrevivência de grandes bancos nacionais como o Nacional e o Bamerindus. Frente a este cenário, o governo promoveu um processo de consolidação do setor bancário, no qual também foram aplicados os princípios de internacionalização da economia e abertura para o capital privado que regeram as demais reformas do período. Com a facilitação da entrada de bancos estrangeiros, muitos participaram da privatização de bancos públicos durante a reestruturação dos bancos estaduais. Contrariando o pretexto usado para a abertura do mercado, entretanto, o período registra uma estagnação do crédito bancário. Além do efeito deletério da política monetária, os bancos estrangeiros entrantes não se comportaram como desejado, incorporando os padrões

dos seus concorrentes nacionais, nem entraram em número suficiente para evitar o aumento da concentração bancária (ARAUJO; GENTIL, 2021).

Para Araujo e Gentil (2021), todas estas modificações nas estruturas financeiras do país pretendiam ir além de uma estabilização da economia, compondo um plano de reestruturação das bases do desenvolvimento em torno do financiamento privado. O objetivo último era fortalecer os mecanismos de financiamento de longo prazo privados, através do mercado de capitais, visando gerar independência dos financiamentos públicos, provenientes de bancos como o BNDES. A realização da reforma do Regime Geral de Previdência Social, proposta já no terceiro mês após a posse e aprovada no seu último mês do mandato, era uma forma de direcionar os trabalhadores para as aposentadorias privadas através da redução dos valores dos benefícios.

O esforço do governo central para promover o saneamento das contas dos estados, descrito no capítulo anterior, é interpretado por Araujo e Gentil (2021) como uma forma de fazer a agenda de desenvolvimento neoliberal penetrar nas administrações estaduais. Com isso, o modelo que vinha sendo aplicado na esfera federal foi repassado para as instâncias federativas, incluindo empresas estaduais no programa de privatizações e acabando com a maior parte dos bancos estaduais (ARAUJO; GENTIL, 2021). Apesar do foco em sanear as contas estaduais, as contas do governo central se deterioravam, algo que os autores atribuem à política de juros elevados.

O setor público consolidado apresentou superávits no primeiro ano do mandato e os déficits dos anos seguintes foram diminutos, o que desautoriza “qualquer diagnóstico de necessidade de ajuste fiscal por meio do corte de despesas primárias” (ARAUJO; GENTIL, 2021, p. 440). A dívida líquida do setor público se manteve estável nos três primeiros anos, porém cresceu sete pontos percentuais em 1998. Da mesma forma, a ausência de déficits primários sistemáticos indica que outra fonte levou a este crescimento. Para os autores, foi a despesa financeira que mais impactou a dívida, tendo a despesa com juros atingido uma média de 5,9% do PIB anual. Iahn e Missio (2009) concordam que o agravamento da relação dívida e PIB foi uma consequência da política de juros, afirmando que a “economia das âncoras” atingiu a estabilidade de preços com graves consequências nas demais áreas, incluindo o agravamento do cenário fiscal, restrições de crescimento e altos custos sociais.

Quanto ao poder de compra da população, o maior crescimento real do salário se deu nos meses imediatamente após a execução do Plano Real e no ajuste do salário mínimo de 1995.

O reajuste seguinte impôs uma perda real que, segundo Araujo e Gentil (2021), não foi recuperada nos dois anos subsequentes, enquanto o rendimento médio real se manteve estagnado. Enquanto isso, a taxa de desemprego cresceu continuamente, influenciada pela política macroeconômica restritiva e os impactos na indústria discutidos anteriormente. Dentre os empregados, houve um aumento da informalidade como forma de ajuste do mercado às novas condições (ARAUJO; GENTIL, 2021; IAHN; MISSIO, 2009).

Finalmente, acerca do crescimento econômico do período, a adoção da agenda neoliberal nos anos 90 resultou em uma integração internacional maior, porém obteve taxas de crescimento desapontadoras, particularmente na presidência de Fernando Henrique Cardoso (BASTIAN; MAZAT, 2022). Em uma análise dos componentes do PIB, Bastian e Mazat (2022) identificam que o crescimento no primeiro mandato foi movido pela demanda agregada interna, cuja dinâmica foi marcada pelos efeitos deletérios da política macroeconômica. O consumo das famílias apresentou um comportamento *stop-and-go* influenciado pela política de juros, subindo nos períodos em que as taxas eram reduzidas, mas contraindo rapidamente quando, inevitavelmente, os juros voltavam a subir devido a crises externas.

Para Bastian e Mazat (2022), este cenário sugere a existência de uma restrição externa à demanda doméstica; apesar do consumo doméstico ter crescido razoavelmente no período, o desempenho poderia ter sido muito mais significativo caso um cenário de crédito atrativo e estável tivesse se apresentado. O diagnóstico de restrição externa ao crescimento é compartilhado por todos os autores citados neste capítulo. Usando um modelo de análise baseado no supermultiplicador sraffiano, Freitas e Dweck (2013) também chegaram ao diagnóstico de restrição externa à demanda interna. Os autores notam que o Brasil não foi capaz de sustentar um crescimento baseado em demanda externa (exportações), como seria imaginado, devido ao fato de que as exportações representam apenas uma pequena fatia do PIB.

Além da dinâmica dos juros, outra restrição ao consumo familiar foi a queda da participação do trabalho no produto, como consequência do impacto da política monetária restritiva e do aumento das importações no mercado de trabalho, como discutido anteriormente. Conforme seria esperado, a taxa de desemprego aumentou, os salários caíram e os empregos informais passaram a ser responsáveis por parcela maior da renda.

Bastian e Mazat (2022) ressaltam que o consumo do governo teve baixa contribuição para o PIB apesar do governo ter aumentado o déficit fiscal ao longo do mandato, demonstrando que

o comportamento do déficit não indica o quanto a política fiscal é orientada para o crescimento econômico. Apesar do investimento público também ter caído ao longo do mandato, os autores destacam que os investimentos de estatais federais cresceram 3,1% anualmente, algo que atribuem a investimentos em modernização voltados a atrair compradores nos leilões de privatização. A queda da participação dos gastos autônomos públicos no crescimento é lida como uma fonte de volatilidade por Freitas e Dweck (2013), que observam uma volatilidade maior nos gastos autônomos privados e nas exportações brasileiras do que nos gastos autônomos públicos, desde 1970.

Araujo e Gentil (2021) apontam que o processo de modernização industrial, que resultou em um aumento de produtividade no período, ocorreu nos anos próximos à abertura comercial e foi marcado por reestruturações do tipo *downsizing*, levando a uma queda no nível de emprego. As baixas taxas de investimento do período seriam um sinal de que a modernização se deu mais através de medidas de reorganização produtiva, ao invés de renovação de maquinário.

Bastian e Mazat (2022) apresentam uma leitura mais matizada da questão do investimento privado, anotando que este foi o componente da demanda com melhor performance durante o primeiro mandato do governo FHC. Considerando o desempenho negativo do setor público, o investimento privado aparece como o único responsável pelos ciclos de expansão da capacidade produtiva no período. Os autores notam que a falta de outros componentes de demanda para “puxar” o investimento privado pode parecer estranha, porém estes ciclos foram justamente o resultado do processo de modernização tardio supracitado. Face a um período de estabilidade, com uma moeda estável e sobrevalorizada, as empresas se encontraram numa situação vantajosa para realizar investimentos que anteriormente eram proibitivos e atualizar seu maquinário.

Mesmo assim, existem sinais de que o nível de investimento acabou refletindo o baixo estímulo dos demais componentes de demanda, com cinco trimestres de queda seguidos a partir do segundo trimestre de 1998, quando a crise externa afetou fortemente os juros e o consumo familiar (BASTIAN; MAZAT, 2022). Para os autores heterodoxos, os problemas evidenciados ao longo do mandato foram consequências de um problema fundamental de alinhamento econômico e político. Araujo e Gentil (2021) consideram que o Brasil “não fugiu à regra entre os países que aplicaram e consolidaram o receituário neoliberal: a estabilidade de

preços se manteve, ao custo do desempenho medíocre da atividade econômica e dos indicadores sociais” (ARAÚJO; GENTIL, 2021, p. 442).

As transformações industriais causadas pela abertura comercial e a política de câmbio enfraqueceram o mercado interno, ou a oferta doméstica, o que, aliado com a relutância do governo em utilizar gastos e investimentos públicos como estímulo para a economia, reduziu a capacidade do mercado interno de gerar o crescimento econômico do Estado. O efeito agravante das múltiplas crises externas, ao longo do mandato, é contextualizado num cenário onde o próprio governo levou ao aumento da dependência e da vulnerabilidade externa (BASTIAN; MAZAT, 2022; ARAÚJO; GENTIL, 2021; IAHN; MISSIO, 2009).

A crítica ao desequilíbrio fiscal como falha crucial do governo, realizada por apoiadores da agenda, é rebatida por Araujo e Gentil (2021) como dogmática face aos dados, que indicam a ausência de déficits primários persistentes, enquanto a despesa com juros havia respondido, no melhor dos anos, por 86% do déficit nominal, sugerindo um desequilíbrio de natureza financeira. O problema fiscal, portanto, não seria um erro de condução de política por parte dos gestores, mas sim parte integrante do projeto sendo implementado, consequência da abertura externa realizada e da subordinação da política fiscal à política de estabilização.

A visão heterodoxa do período aponta os déficits fiscais e nas contas externas como elementos estruturais introduzidos pelas políticas econômicas escolhidas pelo governo. A priorização do projeto de estabilização e a opção pelo modelo neoliberal para atingir este fim levaram a decisões com graves efeitos colaterais. Embora a inflação tenha sido mantida sob controle, o novo modelo de desenvolvimento implantado no país teve desempenho aquém do esperado no produto interno, enfraqueceu a base econômica nacional, não resultou em benefícios sociais e expôs o país a crescentes riscos externos.

4. CONVERGÊNCIAS E DIVERGÊNCIAS ENTRE AS VISÕES APRESENTADAS

As análises ortodoxas e heterodoxas têm fundamentos e mecanismos teóricos radicalmente distintos. Não é surpresa, então, que as análises de cada abordagem divirjam radicalmente nas explicações para o desempenho das economias. Essa constatação não é contestada, em geral, pelas análises apresentadas no capítulo anterior. Por exemplo, segundo Bacha e Bonelli (2005; 2013) o crescimento seria explicado por fatores do lado da oferta, a utilização de capacidade, a poupança e um crescimento da produtividade que seria resultado de reformas liberalizantes. Já Bastian e Mazat (2022) apresentam fatores de demanda, principalmente a dinâmica do investimento e do consumo doméstico.

Assim, esse capítulo pretende apresentar alguns dados empíricos e tentar conectá-los com as interpretações expostas anteriormente. Independente de diferentes interpretações e das dificuldades de se integrar as análises de longo e curto prazos, alguns fatos ocorridos no período estudado levam a consensos, cabendo, entretanto, dois tipos de divergência entre os autores resenhados.

O primeiro tipo diz respeito à discordância quanto à descrição dos fatos, como por exemplo, se a elevação da dívida pública e do NFSP nominal teve como principal causa o déficit primário, ou o valor dos juros. Um segundo nível de debate diz respeito à eventual relevância que certos fatos têm. Por exemplo, a elevação do déficit é vista como extremamente problemático na visão ortodoxa, mas não é, ou deveria, sê-lo na abordagem heterodoxa. O mesmo serve para o surgimento de um déficit em transações correntes.

Neste capítulo, não pretendemos revisitar cada afirmação levantada nos capítulos anteriores, mas apenas apresentar dados relativos à atividade econômica, ou seja, crescimento do produto, seus impactos e fatores, discutir as convergências e divergências entre os pontos de vista apresentados até então e identificar até que ponto as duas narrativas são consistentes com os fatos observados.

Iniciando a discussão a partir de um ponto de convergência, ambas as correntes selecionadas dão destaque à importância do novo modelo de desenvolvimento para a agenda econômica de FHC. Embora a corrente ortodoxa tenda a não realizar uma leitura pela ótica do desenvolvimento, ainda é presente o discurso de mudança de bases que descreve as mesmas medidas que a corrente heterodoxa prefere analisar como o modelo de desenvolvimento neoliberal. Para ambos, este conjunto de elementos foi não apenas o pilar da política

econômica conduzida neste governo, mas também já havia se estabelecido como um pré-requisito do Plano Real. Na medida em que o governo FHC seria uma continuidade da estabilização do Plano Real, e este havia sido o discurso eleitoral explícito, então também seria uma continuidade do modelo de política econômica por ele herdado (BASTIAN; MAZAT, 2022; GIAMBIAGI, 2011).

Os autores ortodoxos analisados ao longo deste trabalho consideram que o primeiro mandato do governo FHC representou, acima de tudo, uma transição da economia brasileira para uma economia moderna, algo extremamente necessário para o sucesso do país e que se deu, em grande parte, de forma bem-sucedida. Embora tenham críticas a certos pontos da política econômica, estas falhas não são consideradas representativas do modelo escolhido e são aceitáveis face ao sucesso do objetivo último: a conquista da estabilidade, protegendo o Plano Real e garantindo um futuro com bons fundamentos para a economia.

Por sua vez, a heterodoxia se posiciona de forma oposta. Críticos ao modelo neoliberal, escolhido como modernizador pelo governo, os autores analisados expõem suas críticas à condução da política econômica como partes de uma estratégia mais ampla cujos pressupostos e receitas estão fundamentalmente equivocados.

Desta forma, embora nenhuma das duas correntes discorde que o crescimento do período deixou a desejar, as causas e os mecanismos de influência que levaram a este cenário são identificados de formas diversas, com convergências e divergências importantes de se ressaltar. Um importante tópico de consenso entre ambos é o impacto significativo que as três crises externas ocorridas imediatamente antes e durante o mandato tiveram na dinâmica econômica do período, sendo identificadas como um fator central para o crescimento abaixo do esperado. Os mecanismos pelos quais o cenário externo impactou a economia, entretanto, são descritos de formas bastante diferentes.

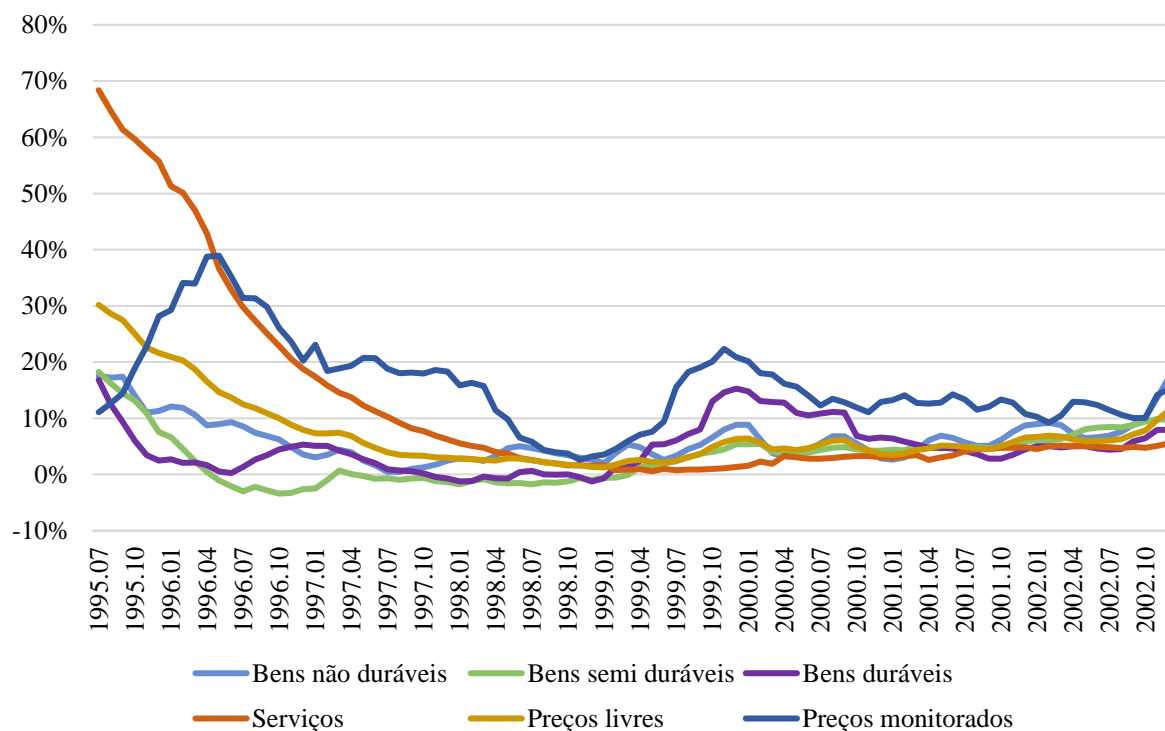
No caso dos autores ortodoxos, a turbulência externa enfrentada pelo país influenciou de forma decisiva na escolha de manter políticas com efeitos negativos para o crescimento, como a âncora cambial valorizada e as altas taxas de juros. Entretanto, como já foi exposto e será discutido de forma mais detalhada a seguir, a opção por estas políticas em primeiro lugar e o impacto potencializado das crises se deu devido à ausência de um devido ajuste fiscal, deixando as medidas de estabilização incompletas e vulneráveis.

No lado da heterodoxia, o impacto do cenário externo é apresentado, principalmente, como um agravante a um ciclo vicioso causado por um modelo contraditório. A relação entre o câmbio valorizado, a necessidade de financiamento externo, os altos juros e um cenário fiscal desequilibrado se organizam em uma rede de feedbacks negativos, onde cada impacto de uma crise externa serve para agravar ainda mais o desequilíbrio do sistema. Uma alternativa a esse ciclo não fica imediatamente clara nos textos, para além de um abandono do modelo liberal.

A contribuição de Carvalho (2014) permite desvendar um caminho: ele ressalta como um componente importante do panorama econômico pós-Plano Real a persistência da inércia inflacionária. Ao analisar os dados de inflação do período, através do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), do Instituto Brasileiro de Estatística, visualizado em sua variação acumulada e desagregada na **Figura 1**, é possível discernir alguns pontos de interesse.

A queda drástica na inflação durante os meses seguintes à implementação do Plano Real foi observada de forma generalizada, com seu valor caindo para 1,7% no ano de 1998, o menor valor que seria registrado na década. Entretanto, a dinâmica até chegarmos a este ponto, uma vez passado o período inicial, apresenta, entre os diferentes grupos de itens medidos pela inflação, dinâmicas particulares. Embora os bens não-duráveis apresentassem o maior nível de inflação pré-Plano Real, foram os serviços que se mostraram mais resistentes à queda na altura de julho de 1995, demorando até a segunda metade de 1998 para alcançar o patamar das demais categorias de preços livres.

Figura 1 - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – variação acumulada em 12 meses, desagregado



Fonte: Ipeadata (2022). Elaboração própria.

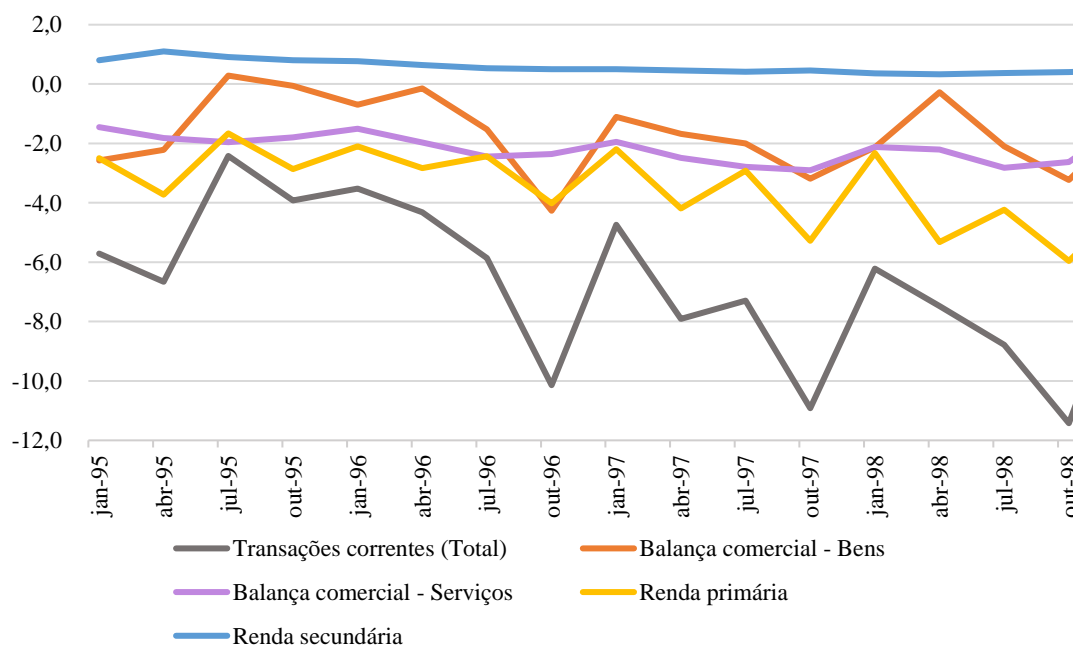
No primeiro mandato de FHC seguiu-se a tendência pós-Plano Real de redução da inflação principalmente devido à queda nos preços livres. Enquanto isso, seu “complemento”, a categoria de preços monitorados, a maioria dos quais estavam sob controle estatal, apresentaram uma dinâmica diferente. Após alguns meses no final de 1994 apresentando a menor inflação mensal, os preços monitorados quebraram o padrão de queda da inflação a partir de junho de 1995, quando apresentaram uma inflação mensal de 5,86%, puxada principalmente pelos preços do fornecimento de gás e água. Essa foi a única categoria a subir durante o mandato; sua inflação mensal só retornou ao patamar anterior, próximo às outras, em 1998.

Este comportamento resistente a queda dos preços monitorados são um indicativo da análise de Carvalho (2014) que o sucesso no combate à hiperinflação não foi capaz de eliminar a inércia inflacionária. A presença de resquícios inflacionários que não foram enfrentados com

políticas diretas criou e amplificou pressões sobre os demais elementos da economia, tornando o enfrentamento do ciclo vicioso descrito pelos demais autores heterodoxos muito difícil sem primeiro abordar esta questão subjacente.

Devido em parte à turbulência do mercado externo, e, para alguns autores, em parte pelas consequências de políticas econômicas adotadas pelo governo FHC e seus predecessores, o fim dos anos 1990 viram uma piora dos indicadores externos da economia brasileira, onde cabe maior aprofundamento. O aumento dos déficits externos pode ser observado de forma quase contínua, com a maior piora ocorrendo entre meados de 1995 e 1996, conforme a **Figura 2**. Déficits em transações correntes foram observados durante todo o mandato, com os pontos mais baixos se dando no trimestre após a eclosão das duas crises externas durante o mandato (Tigres Asiáticos em julho de 1997, moratória russa em agosto de 1998). O déficit foi puxado, majoritariamente, pelo repasse de juros e lucros e dividendos, na renda primária, e pelos serviços na balança comercial, especialmente viagens e transportes.

Figura 2 – Saldo de transações correntes do Brasil (BPM6) – Em US\$ bilhões



Fonte: BCB (2022a). Elaboração própria.

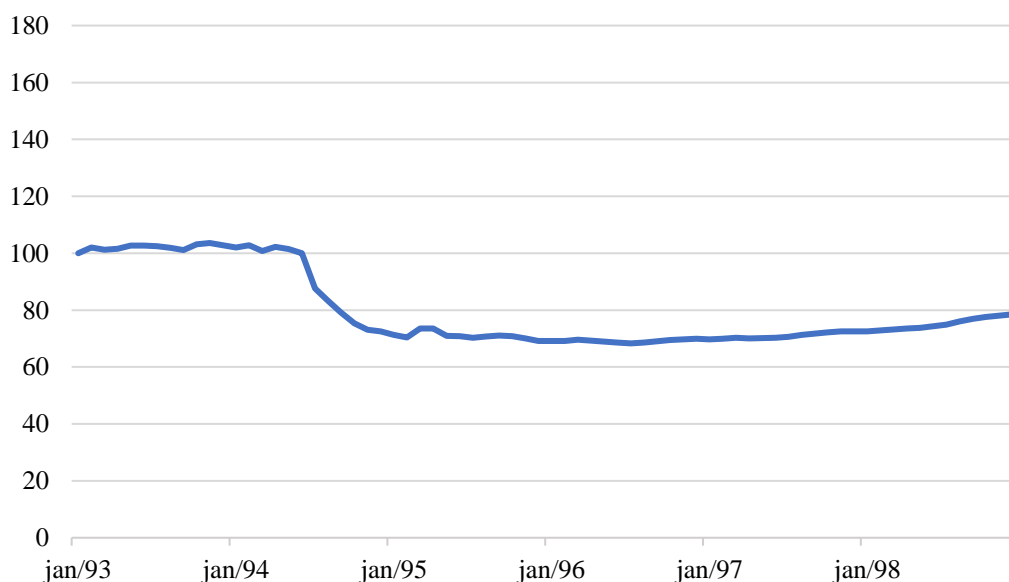
A balança comercial de bens se manteve deficitária em todos os trimestres à exceção do terceiro de 1995, mostrando-se tanto um componente importante quanto mais volátil do déficit de transações correntes. Como comentado pelos autores nos capítulos anteriores, este

fato foi causado pelo aumento das importações sem que as exportações conseguissem acompanhar. As importações foram lideradas pela compra de maquinário, com um ápice de US\$ 12 bilhões em 1997, seguida de equipamentos eletroeletrônicos.

O déficit externo crescente foi considerado um dos principais problemas econômicos do mandato por ambas as correntes, causando um aumento da despesa com juros da dívida externa. É consensual que a causa majoritária foi a valorização cambial mantida pela política de âncora cambial durante o mandato, sendo o papel da abertura comercial, ocorrida nos governos anteriores, também ressaltada, em especial pelos autores heterodoxos (ARAÚJO; GENTIL, 2021; GIAMBIAGI, 2011).

A âncora cambial mantida num patamar valorizado é facilmente observada na **Figura 3**, onde o nível do câmbio real em dólar ao longo do mandato apresenta clara valorização em relação aos períodos adjacentes. Embora tenha ocorrido uma leve desvalorização, a partir do sistema de bandas cambiais, isso não alterou de forma significativa o nível da taxa de câmbio.

Figura 3 - Índice da taxa de câmbio real em relação ao dólar americano (IPCA) – junho de 1994=100



Fonte: BCB (2022b). Elaboração própria.

Nas interpretações apresentadas, a manutenção da valorização por tanto tempo é considerada amplamente prejudicial, porém também compreendida no contexto de grande instabilidade externa, onde uma desvalorização repentina poderia causar fuga de capitais. Enquanto

heterodoxos ressaltam a posição da política cambial no ciclo vicioso do modelo neoliberal (ARAÚJO; GENTIL, 2021; IAHN; MISSIO, 2009), ortodoxos a descrevem como uma política temporária, que cumpriu sua função e foi erroneamente aplicada por tempo demais devido a excesso de cautela ou necessidades políticas (GIAMBIAGI, 2011).

Junto da âncora cambial, a política de juros figura como um dos pilares centrais para a economia do período. Para Iahn e Missio (2009), a manutenção dos juros altos funcionou como uma segunda âncora, enquanto Giambiagi (2011) atribui o sucesso do Plano Real, no contexto externo apresentado acima, à política monetária. Ambos os lados dão grande importância para este tema, embora tracem diferentes mecanismos e justificativas por trás de sua sustentação durante os quatro anos da análise.

Embora tenha se mantido sempre em níveis elevados, a taxa de juros apresentou dois grandes picos seguidos por reduções graduais, conforme exibido na **Figura 4**. O primeiro, partindo de um patamar acima dos 40% herdado do pós-crise do México, se deu em torno do aumento no salário mínimo em 1995. O segundo é consequência da crise dos Tigres Asiáticos, no fim de 1997, com os juros sendo dobrados numa tentativa de manter a estabilidade da economia brasileira.

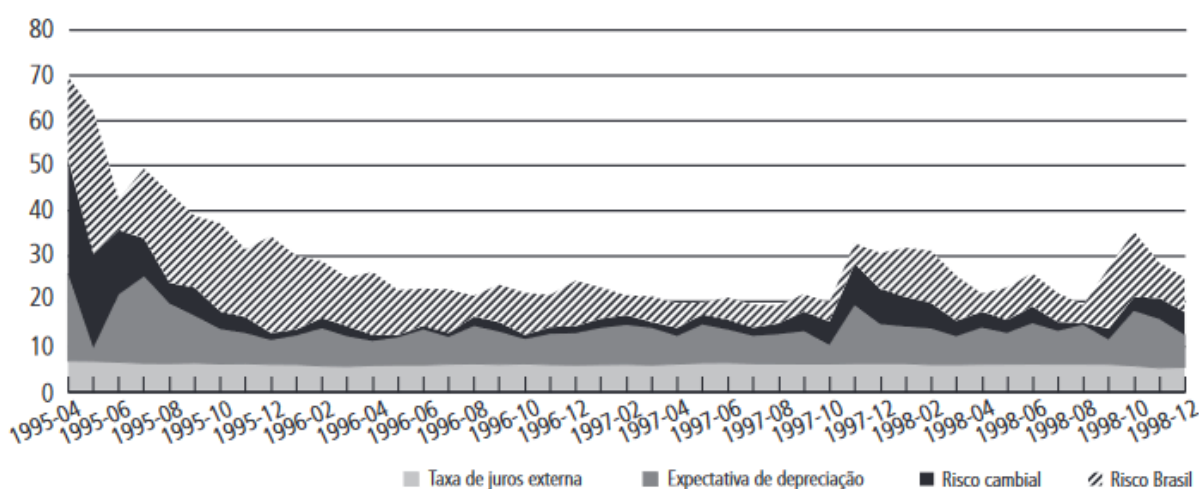
Figura 4 - Taxa de juros Selic anualizada - % a.a.



Fonte: BCB (2022c). Elaboração própria.

Garcia e Didier (2003) analisam os componentes formadores da taxa de juros e reforçam a relevância do risco cambial, relativo à chance de rápida depreciação de uma moeda, e do risco país na sua determinação. Sua decomposição da taxa de juros, exibida na Figura 5, apresenta um alto risco Brasil como o principal componente variável, e a expectativa de depreciação como um componente que se manteve pouco alterado, em um nível alto, ao longo do mandato, o que é consistente com as interpretações apresentadas.

Figura 5 – Decomposição da taxa de juros doméstica – Em % a.a.



Fonte dos dados e elaboração: Garcia e Didier (2003).

Para os ortodoxos, embora seja criticada, a política de juros altos é considerada quase justificada no contexto econômico do período, e em comparação a outros países de endividamento similar. Ao invés de apontar uma falha de política, como os heterodoxos, consideram consequência do desequilíbrio fiscal, que demandou maiores juros para sustentar a estabilização da inflação, e aumentou a despesa de juros ao gerar maior dívida pública. Os heterodoxos, por sua vez, são mais críticos: o mecanismo de feedback onde o déficit da balança de pagamentos (BP) demanda altos juros para a atração de capital estrangeiro, que então remete seus lucros para o exterior e agrava a BP é o cerne do ciclo vicioso descrito sobre o modelo neoliberal durante o mandato. Adicionalmente, para esta corrente, são os altos juros que levam ao desequilíbrio fiscal, e não o contrário, na principal discordância temática entre as duas correntes.

Esta discordância quanto ao cenário fiscal é mais profunda do que as apresentadas até aqui, pois não se encontra consenso quanto ao caráter da política fiscal ou mesmo quanto à

existência de um desequilíbrio fiscal primário. Ambos os lados identificam causas diferentes e conflitantes para o agravamento do déficit público: ortodoxos culpam falhas graves na política fiscal, enquanto heterodoxos consideram uma consequência estrutural da política de altos juros. Os mesmos dados são interpretados de formas diferentes, com cortes e abordagens específicas sendo ressaltados para apoiar a interpretação de cada corrente.

O resultado primário, observado na **Tabela 1**, apresentou piora durante o mandato e também em comparação com o período anterior. As contas de estados e municípios tiveram o pior desempenho, enquanto o governo central apresentou uma piora contínua entre 1995 e 1997, levando a um ano de déficit, seguido por uma recuperação em 1998.

Tabela 1 – Resultado fiscal primário do setor público consolidado (% PIB)

Composição	1995	1996	1997	1998
Governo Central	0,47	0,34	-0,31	0,51
Estados/municípios	-0,16	-0,50	-0,67	-0,17
Estados	n.d.	n.d.	n.d.	-0,38
Municípios	n.d.	n.d.	n.d.	0,21
Empresas estatais	-0,06	0,07	0,06	-0,33
Federais	0,38	0,26	0,25	-0,22
Estaduais	-0,42	-0,18	-0,17	-0,07
Municipais	-0,02	-0,01	-0,02	-0,04
Total	0,25	-0,09	-0,92	0,01

Fonte dos dados: Giambiagi (2008).

Giambiagi e Além (2011) ressaltam a deterioração das contas do governo central, algo que atribuem tanto a fatores fora do controle do governo, como transferências constitucionais a entes da federação e despesas com o Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), quanto a

fatores de caráter discricionário. Este último, onde entra o aumento do salário mínimo e da rubrica orçamentária OOC, é criticado como sinal de uma política fiscal expansionista, algo irresponsável para o momento. Para autores como Araujo e Gentil (2021), os déficits primários durante o mandato foram “irrisórios”, não justificando demandas por ajuste fiscal. Além disso, a despesa primária cresceu menos do que nos quatro anos anteriores, o que demonstraria a ausência de uma política fiscal expansionista.

Quando se avança para as NFSP, as interpretações são igualmente divergentes. Autores heterodoxos atribuem como principal causador da deterioração das finanças públicas o alto volume dos juros (ARAUJO; GENTIL, 2021). Em oposição, ortodoxos apontam que a piora no resultado primário foi maior do que o aumento dos juros; o aumento do déficit primário médio no período resulta em 72% do aumento da NFSP média nominal.

Tabela 2 – Necessidades de financiamento do setor público (% PIB)

Composição	1995	1996	1997	1998
Resultado primário (total)	0,25	-0,09	-0,92	0,01
Juros reais	4,82	3,38	3,12	6,88
Juros nominais	6,91	5,32	4,72	7,00
Atualização monetária	2,09	1,94	1,60	0,12
NFSP Operacionais ³	4,57	3,47	4,04	6,87
NFSP Nominais ²	6,66	5,41	5,64	6,99

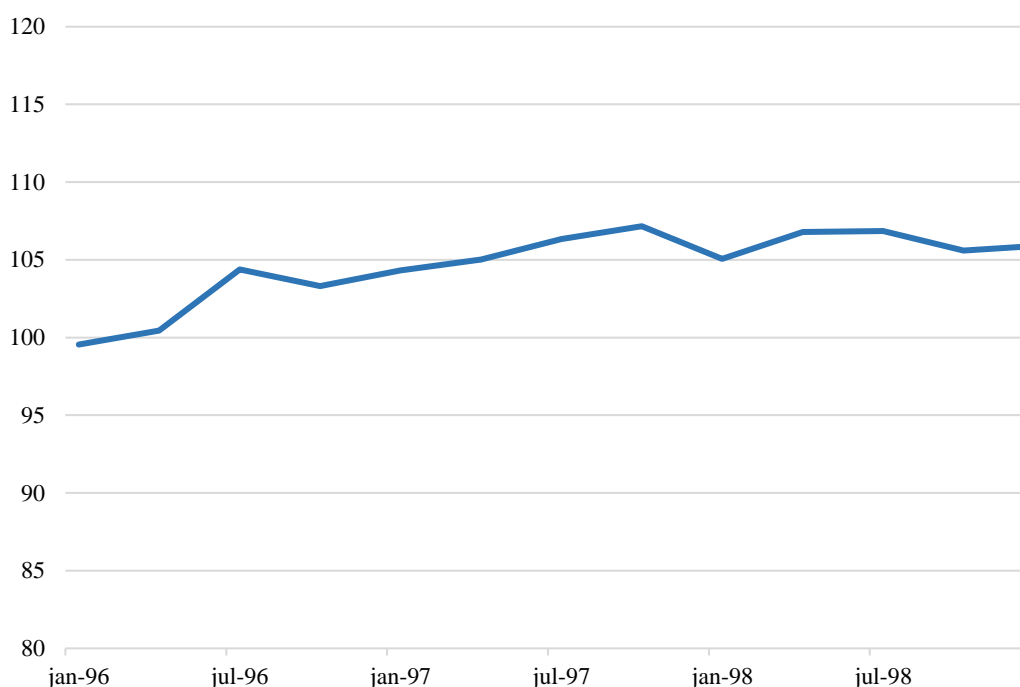
Fonte dos dados: Giambiagi (2008).

Quando se trata dos fatores que afetaram o crescimento brasileiro, é possível encontrar maior concordância entre as duas correntes. É consenso que o resultado do PIB nos quatro anos de mandato ficou aquém do potencial, e também que o principal motivo para a performance abaixo da desejada foi a restrição externa imposta por um cenário de alta instabilidade e

³ O número positivo indica déficit fiscal.

frequentes crises em países em desenvolvimento. Todos concordam que o mercado interno foi o motor principal do crescimento, embora cada corrente explique esta contribuição através de sua própria lógica interna. Por fim, também é comum que a queda de investimento público interferiu no desempenho da economia, deixando o investimento privado como o fator principal, caracterizado basicamente pela modernização do parque industrial (BACHA; BONELLI, 2013, 2005; BASTIAN; MAZAT, 2022).

Figura 6 – Produto Interno Bruto trimestral – série encadeada no índice de volume trimestral com ajuste sazonal (média de 1995 = 100)

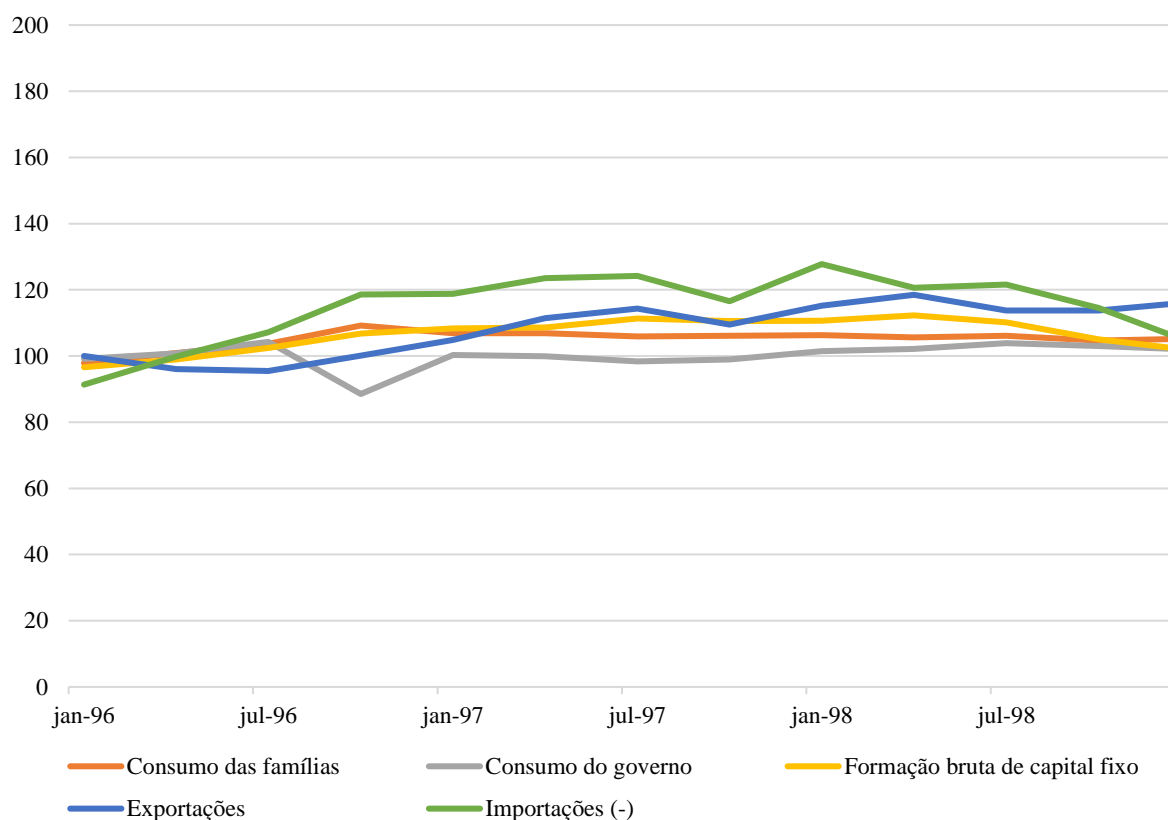


Fonte: IBGE (2022). Elaboração própria.

A **Figura 6** apresenta o PIB brasileiro em série trimestral encadeada, na forma de índice de volume e com o ajuste sazonal realizado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). As Contas Nacionais Trimestrais atuais do IBGE se iniciam pelo ano de 1996, tomando o ano de 1995 como base, de forma que a análise do primeiro mandato de FHC terá de ser feita a partir do segundo ano. É possível ver com clareza na observar na Figura 6 que o crescimento observado no segundo e terceiro semestres de 1996 é o principal componente do crescimento agregado do primeiro mandato. Embora tenha ocorrido outro período de crescimento contínuo entre os últimos trimestres de 1996 e de 1997, este foi menos intenso, atingindo menor crescimento em maior espaço de tempo. O ano de 1998 iniciou-se com uma

forte queda em relação ao trimestre anterior e não conseguiu crescimento sustentado. O crescimento total dos três anos foi de 5,6%, porém o último trimestre do mandato apresentou um crescimento de apenas 1,2% em relação ao pico de 1996, nove trimestres antes, demonstrando o fraco desempenho do fim do mandato.

Figura 7 – Produto Interno Bruto trimestral – desagregado por categorias de consumo – série encadeada no índice de volume trimestral com ajuste sazonal (média de 1995 = 100)



Fonte: IBGE (2022). Elaboração própria.

Desagregando o PIB pela ótica do consumo na **Figura 7**, vemos que o consumo das famílias, responsável por entre 63 e 68 por cento do PIB durante o período FHC, cresceu 9% durante 1996. Após este salto, a categoria entrou em trajetória de queda lenta até os primeiros meses do mandato seguinte, contraindo 4% nos dois últimos anos do mandato. Durante os três primeiros trimestres de 1996, o consumo do governo seguiu o das famílias em crescimento;

entretanto, no último, o consumo do governo caiu bruscamente em 10%, mantendo-se então muito próximo ou inferior ao patamar de 1995 até o primeiro trimestre de 1998. Apesar de ter sofrido uma redução de 4% no primeiro trimestre de 1996, a formação bruta de capital fixo (FBCF) manteve crescimento após este ano, apesar de em um ritmo reduzido, apresentando queda apenas no segundo trimestre de 1998.

Os autores heterodoxos centralizam a questão do impacto externo como resultado de uma opção por políticas que ampliaram a vulnerabilidade externa e limitaram a escolha de políticas pró-crescimento (ARAUJO; GENTIL, 2021; BASTIAN; MAZAT, 2022). É ressaltada a queda do investimento público, o que tornou o crescimento do período dependente de investimento privado. O consumo privado teve performance errática, e poderia ter tido desempenho melhor caso as circunstâncias de crédito não estivessem sob a limitação dos altos juros. Com isso, o investimento privado teve pouco estímulo, e cresceu com base na demanda reprimida por modernização industrial (BASTIAN; MAZAT, 2022).

Já ortodoxos apontam o aumento da utilização de capacidade como a causa principal do crescimento do período, levando a uma redução na relação produto/capital efetiva (BACHA; BONELLI, 2005). A queda na poupança doméstica é apontada como causa do mau desempenho, sendo esta, por sua vez, causada pela queda no investimento público (BACHA; BONELLI, 2013). Crucialmente, os autores ortodoxos consideram que as reformas empreendidas durante o mandato, e continuadas no mandato seguinte, serviriam para um aumento da produtividade nas décadas posteriores que resultou num maior aproveitamento econômico. Ou seja, apesar do desempenho decepcionante do produto, o produto potencial foi ampliado (BONELLI, 2016).

Desta forma, tendo passado pelos principais pontos de encontro e discordância entre as correntes, as interpretações podem ser sumarizadas como se segue na **Tabela 3**:

Tabela 3 – Quadro comparativo das interpretações ortodoxa e heterodoxa por tópico

	Ortodoxos	Heterodoxos
Balança de pagamentos	Déficit causado pelo cenário externo turbulento e pelo câmbio sobrevalorizado	Déficit causado pelo cenário externo turbulento e pelo câmbio sobrevalorizado
Política cambial	Âncora cambial cumpriu sua	Criou um ciclo vicioso com a

	função de estabilização, porém foi excessivamente prolongada	política de juros devido a contradições internas no seu funcionamento.
Política de juros	Necessária no momento, nível elevado foi agravado pelo desequilíbrio fiscal.	Central no funcionamento do ciclo vicioso, agrava o desequilíbrio fiscal.
Política fiscal	Aumento do déficit causado por política fiscal expansionista.	Déficit gerado pelos altos juros.
Crescimento	Impactado pelo cenário externo e queda de investimento público, crescimento baseado no aumento da utilização de capacidade.	Cenário externo negativo é agravado pelas políticas adotadas, dependência do investimento privado sem estímulos de demanda.

Fonte: Elaboração própria.

Os autores heterodoxos interpretam os fatos do mandato a partir de uma série de críticas ao sistema neoliberal implementado no Brasil a partir dos anos 90, no qual identificam a sustentação das políticas escolhidas pelo governo FHC. A opção por uma âncora cambial valorizada teria sido uma escolha equivocada a priori, deixando de levar em consideração a permanência de inércia inflacionária, o que levou a um ciclo vicioso de déficits em conta externa financiados pela captação de capitais estrangeiros. Altos déficits em conta externa demandavam altas taxas de juros, que desequilibravam por sua vez o quadro fiscal do governo. O repasse de dividendos de investimentos estrangeiros, obtidos com os juros brasileiros altos, fechava este ciclo, agravando novamente o déficit. Com a demanda doméstica reprimida pelas altas taxas de juros e o investimento público em retração, poucas avenidas para o crescimento estiveram abertas durante o mandato.

A corrente ortodoxa enxerga o crescimento da brasileira no primeiro mandato de FHC como resultado dos sucessivos contratempos na economia mundial, que afetaram o contexto externo de captação de recursos e dificultaram a saída do cenário de recuperação para um cenário de crescimento. O câmbio valorizado, mantido neste patamar por um tempo além do recomendável devido ao cenário externo turbulento e também por pressões políticas, agravava o déficit externo. Para estes, porém, o maior principal problema em termos de política econômica do mandato foi o desequilíbrio fiscal, causado pela opção por uma política fiscal expansionista. Os crescentes déficits resultantes aumentaram a pressão em cima dos juros. Apesar disso, em última instância não consideram que a situação dos juros e do câmbio foram

desvios além do que era observável em países em situações similares de estabilização, e que foram esforços justificados pelo sucesso obtido no combate inflacionário. Embora o resultado em termos de crescimento tenha sido abaixo do ideal, a estabilização da economia e o ganho de produtividade futuro foram resultado das políticas implementadas ou iniciadas neste período.

Estas interpretações encontram comum acordo em pontos centrais, sendo os principais as críticas à manutenção da âncora cambial valorizada e dos altos juros, assim como em argumentos que talvez não parecessem tão intuitivos à primeira leitura, como a queda do investimento público. Porém, além da divergência crucial no que tange à política fiscal, existe uma diferença fundamental na forma com que ambas as correntes enxergam a influência da política econômica no que ambos enxergam como um crescimento abaixo do desejado. Heterodoxos centralizam a política econômica na sua interpretação, embora não deixem de ressaltar a presença do cenário de crises externas. O aumento da vulnerabilidade externa causado pela própria política econômica é levado em consideração nesta avaliação. Já para ortodoxos, a medida é invertida: o cenário externo adverso força a utilização de medidas que não levavam a um crescimento ótimo como forma de salvaguardar o objetivo maior, a estabilidade inflacionária. A política fiscal, como já citada, é a única criticada como adotada de forma realmente discricionária.

6. CONCLUSÃO

Esta monografia se propôs a analisar as diferentes interpretações quanto aos fatos e às políticas econômicas do primeiro mandato do governo FHC, abordando estas questões por meio das correntes denominadas ortodoxa e heterodoxa. Ao longo deste trabalho, foi exposto como a ortodoxia expôs uma linha lógica que focalizava principalmente problemas externos ao desenho de políticas (e exógenos ao sistema econômico), como as crises internacionais, excetuando-se, notavelmente, a política fiscal, enquanto a heterodoxia organiza as questões econômicas do período como resultado de problemas sistêmicos, inerentes ao desenho das políticas realizado pelo governo FHC e também pelos elaboradores do Plano Real.

A ortodoxia foi também a corrente econômica majoritária dentro do governo, partilhando, portanto, de muitos dos mesmos objetivos e prioridades, sendo o principal, sem dúvida, a garantia e preservação dos resultados do Plano Real. O aumento da demanda identificado imediatamente após a redução inflacionária e o aumento da massa salarial são apontados como ameaças à recém-obtida estabilização, ainda muito frágil. A ideia de que a estabilização da economia obtida pelo Plano Real foi bem-sucedida e essencial para o futuro do país é subjacente a toda a interpretação ortodoxa do período.

Apesar dos autores selecionados criticarem algumas das políticas econômicas usadas para este objetivo, como a manutenção dos altos juros e do câmbio valorizado por mais tempo do que consideram favorável, estas são falhas que consideram aceitáveis uma vez que a estabilidade monetária foi garantida.

A maior crítica de política econômica realizada pelos ortodoxos é em relação à política fiscal, que consideram demasiado expansionista e responsável pelo agravamento do déficit. Em sua visão, o descontrole das contas do governo foi um fator importante para a tendência crescente dos juros, com impacto negativo no crescimento.

O turbulento cenário externo durante todo o mandato, particularmente marcado por crises em países em desenvolvimento e/ou em estabilização monetária, como era o caso do Brasil, cumpre um papel central nesta interpretação. Primeiramente, influencia na necessidade do governo de manter a âncora cambial valorizada, ao temer os efeitos de uma crise de desvalorização. Então, tanto de forma direta, quanto indireta, através do câmbio valorizado, o cenário externo causou os graves déficits em conta externa.

Estes fatores levaram a um resultado de crescimento econômico aquém do desejado, mas, ao mesmo tempo um significativo aumento de produtividade. O destaque para os autores ortodoxos, entretanto, é que o objetivo de estabilização e modernização da economia brasileira foi, em última instância, alcançado. As reformas conduzidas neste mandato e no mandato seguinte teriam, assim, construído as fundações econômicas em que se baseou o crescimento econômico e de produtividade observado nos governos seguintes.

Os autores heterodoxos, por sua vez, abordam o período a partir de uma visão crítica ao modelo neoliberal como um todo, e, portanto, também às políticas econômicas as quais o governo FHC pretendia continuar e reforçar. Para a heterodoxia, falhas de desenho e incoerências internas entre as medidas implementadas são o principal problema do período, com o cenário mundial entrando como um agravante de problemas pré-existentes.

De partida, a opção pelo câmbio valorizado como a âncora da política de estabilização teria sido equivocada, levando a economia a um ciclo de financiamento por investimentos externos que teriam consequências negativas a curto e a longo prazo. Seu funcionamento se deu através do seguinte mecanismo: a âncora cambial valorizada, aplicada sobre uma economia que havia passado pelo processo de abertura comercial, levou a déficits nas contas externas, com o aumento das importações sendo imediato. Para financiar o crescente déficit em transações correntes, era necessária a captação de investimento internacional, o que levava a uma pressão de elevação dos juros. Por sua vez, o capital estrangeiro, uma vez alocado no país, enviava de volta ao exterior as remessas de juros e dividendos obtidas, o que novamente agravava as contas externas.

Além de criticarem a incoerência interna deste modelo, os autores heterodoxos apontam que esta estrutura de financiamento e estabilização aumentava a vulnerabilidade da economia brasileira a choques externos, algo que se demonstrou particularmente prejudicial durante este período de instabilidade global. As crises internacionais durante o mandato agravaram o cenário apresentado e serviram como uma pressão externa para a manutenção destas medidas, apesar de prejudiciais, já que poderiam comprometer o fluxo de capital externo.

Os altos juros resultantes deste processo são apontados como a causa principal dos problemas de crescimento. Através de sua influência direta no crédito e no consumo, foram um elemento de repressão da demanda doméstica. De forma mais indireta, foram a causa do agravamento do déficit fiscal observado nas contas do governo; como a interpretação da equipe econômica identificou um problema de descontrole de gastos e conduziu uma política de redução de

despesas, os autores heterodoxos apontam a relação entre os altos juros e a redução do componente público da demanda.

Com isso, é possível concluir que as duas interpretações possuem avaliações próximas dos principais fatos econômicos do período, mas divergem de forma crucial no seu parecer do modelo adotado. Para ambos, a manutenção do câmbio valorizado e dos juros altos foi prejudicial, apesar de divergirem quanto às causas, e ambos concordam quanto ao papel central do cenário externo, embora os ortodoxos tratem a questão como um choque exógeno e os heterodoxos como um aspecto exacerbado pelas escolhas de política econômica. A interpretação das causas do déficit fiscal é a principal discordância factual entre as duas linhas, mas aqui existe uma convergência quanto ao seu impacto no crescimento, já que ambos os lados apontam que a queda no investimento público foi prejudicial.

É relevante notar, também, o peso que o legado do Plano Real tem nesta discussão, sendo lembrado pelo campo ortodoxo como uma conquista a ser defendida, justificando muitas vezes sacrifícios feitos em outras áreas de política econômica e seus impactos negativos sobre o crescimento. Já para heterodoxos, a busca pela preservação do Plano Real acima de tudo foi a causa de erros de política que agravaram a vulnerabilidade externa do país em um momento de crise mundial e restringiram a capacidade de crescimento da economia doméstica.

Em última instância, a grande discordância entre estas duas interpretações é em relação ao funcionamento e às consequências do modelo neoliberal com âncora cambial, o que não é surpreendente dada a diferença de abordagem entre as linhas escolhidas. A implantação do modelo neoliberal foi solidificada neste mandato, e seus efeitos seriam sentidos durante as décadas seguintes. Para os ortodoxos, foi uma conquista de modernização para a economia brasileira que garantiu melhor desempenho para os futuros mandatários. Para heterodoxos, significou a degradação das bases econômicas do país, que necessitariam ser reconstruídas uma vez que estas políticas fossem substituídas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARAÚJO, Victor Leonardo de; GENTIL, Denise L. O primeiro governo FHC (1995-1998): o neoliberalismo escancarado. *In*: ARAÚJO, Victor Leonardo de; MATTOS, Fernando Augusto Mansor de (orgs.). **A economia brasileira de Getúlio a Dilma - novas interpretações**. 1. ed. São Paulo: Hucitec, 2021. p. 424–447.

BACHA, Edmar. Plano Real: uma segunda avaliação. **O Plano Real e outras experiências internacionais de estabilização**. Brasília, DF: IPEA/CEPAL, 1997. p. 177–204.

BACHA, Edmar Lisboa; BONELLI, Regis. Crescimento brasileiro revisitado. *In*: VELOSO, Fernando; FERREIRA, Pedro Cavalcanti; GIAMBIAGI, Fabio; PESSÔA, Samuel de Abreu (orgs.). **Desenvolvimento econômico: uma perspectiva brasileira**. Rio de Janeiro: Campus, 2013.

BACHA, Edmar Lisboa; BONELLI, Regis. Uma interpretação das causas da desaceleração econômica do Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 25, n. 3, p. 163–189, 2005.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Balanco de Pagamentos**. Brasília, 2022a: BCB. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estatisticas/Documents/Tabelas_especiais/BalPagT.xlsx. Acesso em: 24 mai. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Índice da taxa de câmbio real efetiva (IPCA) - Jun/1994=100**. Código 11752. Brasília, 2022b: Sistema Gerenciador de Séries Temporais. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarvalores/telaCvsSelecionarSeries.paint>. Acesso em: 24 mai. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Taxa de juros - Selic anualizada base 252**. Código 1178. Brasília, 2022c: Sistema Gerenciador de Séries Temporais. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarvalores/telaCvsSelecionarSeries.paint>. Acesso em: 24 mai. 2022.

BASTIAN, Eduardo F; MAZAT, Numa. Structural change and economic growth in Brazil under the presidency of Fernando Henrique Cardoso (1995-2002): a heterodox perspective. 2022. **Anais do XXVII Encontro Nacional de Economia Política** [...]. Uberlândia, MG: Sociedade de Economia Política, 2022. Disponível em: https://enep.sep.org.br/uploads/2064_1647036211_Identificado_Economic_growth_FHC_SE P_2022_pdf_ide.pdf. Acesso em: 3 jul. 2022.

BONELLI, Regis. Sobre o enigma do lento crescimento brasileiro. *In*: BONELLI, Regis; VELOSO, Fernando (orgs.). **A crise de crescimento do Brasil**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier: FGV IBRE, 2016. p. 59–85.

CARVALHO, André Roncaglia de. A persistência da indexação no Brasil pós-Real. **Revista de Economia Política**, v. 34, n. 2, p. 266–283, jun. 2014. <https://doi.org/10.1590/S0101-31572014000200006>.

FREITAS, Fabio N. P. de; DWECK, Esther. The Pattern of Economic Growth of the Brazilian Economy 1970–2005: A Demand-Led Growth Perspective. *In*: LEVRERO, Enrico Sergio; PALUMBO, Antonella; STIRATI, Antonella (orgs.). **Sraffa and the Reconstruction**

of Economic Theory: Volume Two. London: Palgrave Macmillan UK, 2013. p. 158–191. DOI 10.1057/9781137319166_8. Disponível em: http://link.springer.com/10.1057/9781137319166_8. Acesso em: 12 mar. 2022.

GARCIA, Márcio G P; DIDIER, Tatiana. Taxa de juros, risco cambial e risco Brasil. **pesquisa e planejamento econômico**, , p. 46, 2003. .

GIAMBIAGI, Fabio. 18 anos de política fiscal no Brasil: 1991/2008. **Economia Aplicada**, Ribeirão Preto, v. 12, n. 4, p. 535–580, dez. 2008. <https://doi.org/10.1590/s1413-80502008000400002>.

GIAMBIAGI, Fabio. Estabilização, Reformas e Desequilíbrios Macroeconômicos: Os Anos FHC. *In*: GIAMBIAGI, Fabio; VILLELA, André; CASTRO, Lavinia Barros de; HERMANN, Jennifer (orgs.). **Economia Brasileira Contemporânea (1945-2010)**. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2011. p. 165–196.

GIAMBIAGI, Fabio; ALÉM, Ana Cláudia. As Finanças Públicas na Fase de Estabilização: 1995/1998. *In*: GIAMBIAGI, Fabio; ALÉM, Ana Cláudia (orgs.). **Finanças públicas: teoria e prática no Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. p. 498.

IAHN, Jaicy Fidelis; MISSIO, Fabrício Jose. Uma revisão da macroeconomia brasileira dos anos 90: o mix da política fiscal, monetária e cambial. **Pesquisa & Debate**, v. 20, n. 1 (35), p. 29, 2009.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). **Sistema de Contas Nacionais Trimestrais**. Rio de Janeiro, 2020: IBGE. Disponível em: <https://sidra.ibge.gov.br/tabela/1846>. Acesso em: 30 out. 2021.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). **IPCA - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo**. Rio de Janeiro, 2022: IBGE. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/precos-e-custos/9256-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo.html?=&t=destaques>

IPEADATA. **Ipeadata**. 2022: IPEA.

KUME, Honorio; PIANI, Guida; SOUZA, Carlos Frederico Bráz De. A política brasileira de importação no período 1987-1998: descrição e avaliação. *In*: KUME, Honorio; CORSEUIL, C (orgs.). **A abertura comercial brasileira nos anos 1990: impactos sobre emprego e salário**. Brasília: Ipea, 2003.

LAVOIE, Marc. Post-Keynesian Heterodoxy. **Introduction to Post-Keynesian Economics**. New York, NY: Palgrave Macmillan, 2006. p. 1–24.

SERRANO, Franklin. Tequila ou Tortilha? Notas sobre a Economia Brasileira nos Noventa. **Archetypon**, n. 18, ano 6, set/dez, 1998.