

**O PLANO REAL E A VULNERABILIDADE
EXTERNA:
UMA ANÁLISE DE 1994 A 2002**

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**O PLANO REAL E A VULNERABILIDADE EXTERNA:
UMA ANÁLISE DE 1994 A 2002**

Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas para obtenção de carga horária na disciplina CNM 5420 - Monografia.

Por: Francisco Dandolini Júnior

Orientador: Professor Wagner Leal Arienti

Área de Pesquisa: Macroeconomia

Palavras - Chaves: 1. Plano Real
 2. Balanço de Pagamentos
 3. Vulnerabilidade Externa

Florianópolis, SC.

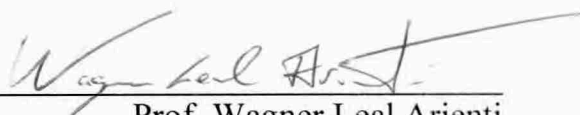
2006.

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA

CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota 9.00 ao aluno Francisco Dandolini Júnior na disciplina CNM 5420 - Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:



Prof. Wagner Leal Arienti



Prof. Sílvio Antônio Ferraz Cario



Prof. João Rogério Sanson

Agradecimentos

Dedico este trabalho em especial a Solange da Silva (mãe), sem a qual nada acontece em minha vida. Ao meu pai. Ao meu irmão, Thiago, que me ajudou a levar a vida menos a sério. À minhas avós e a Eliane que sempre me acolheram.

Aos meus amigos, Ágata, Aline, Gabriela, Israel e Nicole que transformaram minha vida. Ao professor Wagner, pela paciência, pelo exemplo e pelo comprometimento com a profissão. E, também, por ter feito com que eu encarasse minhas limitações e a partir daí começasse a superá-las.

RESUMO

Este trabalho argumenta que o Plano Real através da implementação de políticas econômicas, como a cambial e comercial, e o estabelecimento de um novo padrão de financiamento externo elevou de forma significativa a vulnerabilidade externa no período 1994-2002. O Plano Real deve também ser analisado como um novo projeto de desenvolvimento para a economia brasileira, que atendia a necessidade do país de uma nova estratégia de desenvolvimento gerada pela percepção de que o modelo anterior, i. e. substituição de importações, e procurava adequar a economia brasileira à nova dinâmica apresentada pela economia internacional. Esse novo modelo de desenvolvimento brasileiro seria sustentado pela implementação de uma série de políticas que procuravam alavancar o processo de abertura comercial e financeira. Um dos resultados deste processo foi o crescente déficit em transações correntes que era financiado pela entrada de capital externo. Esta dependência em relação ao capital externo, que pode apresentar alterações de volume e "preço", para financiar um desequilíbrio nas contas externas do país caracterizou a vulnerabilidade externa do país. O aumento da sensibilidade frente a choques externos provocou uma reorientação da política econômica a fim de ajustar o balanço de pagamentos sempre que um choque deste tipo ocorreu. Logo, apesar de atingir o objetivo da estabilização de preços, o Plano Real não garantiu a sustentabilidade do crescimento econômico. A necessidade de resolver problemas de curto prazo, como o equilíbrio do balanço de pagamentos, tornou a política econômica incompatível com objetivos de longo prazo e provocou um afastamento paulatino da estratégia de desenvolvimento inicial.

ÍNDICE DAS TABELAS

| | |
|--|----|
| Tabela 2.1: Indicadores econômicos pré-Real (1990-1993)..... | 30 |
| Tabela 3.1: Indicadores macroeconômicos no momento inicial do Plano Real - 1994/97 (%)..... | 37 |
| Tabela 3.2: O saldo da balança comercial entre 1990 e 2002 (US\$:milhões) | 42 |
| Tabela 3.3: Composição do saldo em transações correntes entre 1990 e 2002 (US\$: milhões) | 45 |
| Tabela 3.4: Saldo da conta capital e financeira entre 1994 e 2002 (US\$: milhões) | 47 |
| Tabela 3.5: Fluxo de investimento e aplicações estrangeiras no país entre 1994 e 2002 (US\$: milhões) | 48 |
| Tabela 3.6: Dívida externa brasileira: 1994-2002 (US\$: milhões) | 49 |
| Tabela 3.7: Serviço do passivo externo do Brasil: juros, lucros, dividendos e amortizações (1994-2002)..... | 50 |
| Tabela 3.8: Rendas de investimentos externos: 1994-2002 (US\$: milhões) | 51 |
| Tabela 4.2: A dívida externa pública, privada, total e as relação DE/PIB e DE/X no período 1994-2002..... | 62 |
| Tabela 4.4: Serviço do passivo externo brasileiro (US\$ milhões) entre 1994-2002..... | 67 |
| Tabela 4.5: A relação entre o passivo externo líquido e o PIB e as exportações entre 1994 e 2002..... | 68 |

ÍNDICE DOS GRÁFICOS

| | |
|---|----|
| Gráfico 2.1: Taxa de paridade R\$/US\$ (dez. 1998=100) entre 1994 e 2002..... | 32 |
| Gráfico 3.1: O financiamento do déficit em transações correntes via conta de capital entre 1994 e 2002 (US\$: milhões) | 46 |
| Gráfico 3.2: Reservas internacionais: 1994-2002 (US\$: milhões) | 46 |
| Gráfico 4.1: A relação entre o STC e o PIB entre 1994 e 2002 (%)..... | 57 |
| Gráfico 4.2: A dívida externa pública, privada, total e as relação DE/PIB e DE/X no período 1994-2002..... | 62 |
| Gráfico 5.1: Taxa anual de variação do PIB real, nominal e mundial (%a.a.:1994-2002) | 72 |
| Gráfico 5.2: Estoque trimestral de reservas internacionais (US\$ milhões: 1994-2002) | 74 |
| Gráfico 5.3: Taxa básica de juros (selic % a.a.- mensal) entre 1994-2002..... | 76 |
| Gráfico 5.4 PIB - indústria - contribuição no crescimento do PIB – var. - Trimestral - (%) entre 1994 e 2002..... | 77 |

ÍNDICE DAS FIGURAS

| | |
|--|----|
| Figura 4.3: Estimativa do Passivo externo líquido em US\$ bilhões (1994-2002)..... | 66 |
|--|----|

ÍNDICE DOS ANEXOS

| | |
|---|--|
| Anexo 1: Taxa de paridade R\$/US\$ (dez. 1998=100) entre 1994 e 2002 | |
| Anexo 2: Estoque trimestral de reservas internacionais (US\$:milhões) entre 1994 e 2002 | |
| Anexo 3: Estimativa do passivo externo líquido | |

SUMÁRIO:

| | |
|--|-----------|
| RESUMO..... | 04 |
| LISTA DE ANEXOS..... | 06 |
| LISTA DE FIGURAS..... | 06 |
| LISTA DE TABELAS..... | 05 |
| 1. INTRODUÇÃO..... | 09 |
| 2. UM NOVO PROJETO DE DESENVOLVIMENTO PARA O BRASIL: O PLANO REAL..... | 16 |
| 2.1 As mudanças recentes na dinâmica mundial..... | 17 |
| 2.1.1 A percepção do fenômeno..... | 18 |
| 2.1.2 Os determinantes..... | 20 |
| 2.1.3 "Mercados emergentes": o retorno ao mercado financeiro internacional..... | 22 |
| 2.2 O novo contexto histórico: a crise do modelo de substituição de importações..... | 25 |
| 2.3 O contexto imediato a implementação do Plano Real: o Governo Collor e o início das políticas liberais..... | 27 |
| 2.4 O Plano Real e a estratégia de desenvolvimento..... | 30 |
| 3. O PLANO REAL E O AUMENTO DA VULNERABILIDADE EXTERNA..... | 37 |
| 3.1 Vulnerabilidade externa: definição..... | 38 |
| 3.2 O novo padrão de financiamento externo e o aumento da vulnerabilidade..... | 41 |
| 4. INDICADORES DE VULNERABILIDADE EXTERNA (1994-2002)..... | 54 |
| 4.1 O Saldo em Transações Correntes..... | 54 |
| 4.1.1. A relação entre o saldo em transações correntes e o PIB..... | 55 |
| 4.2. A relação entre dívida externa e as exportações..... | 60 |
| 4.3 As relações entre o passivo externo e o PIB e as exportações..... | 65 |
| 5. A CONDIÇÃO DE VULNERABILIDADE EXTERNA E AS POLÍTICAS DE AJUSTE EXTERNO NO PERÍODO 1994-2002..... | 71 |
| 5.1 Vulnerabilidade externa, ajuste do balanço de pagamentos e nível de atividade..... | 73 |
| 5.2 Vulnerabilidade, crises externas e opções de política econômica..... | 79 |
| 5.2.1 <i>Efeito Tequila</i> : a repercussão dos efeitos da crise do México..... | 79 |
| 5.2.2 O impacto dos efeitos das crises asiática e russa sobre a condução da política econômica..... | 81 |
| 5.2.3 O ajuste externo após a mudança do regime cambial..... | 83 |

| | |
|--|-----------|
| 6.CONCLUSÃO..... | 87 |
| REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS..... | 90 |

CAPÍTULO I

1. Introdução:

Após muitas tentativas frustradas, foi implementado no Brasil em 1994 mais um Plano de estabilização monetária - o Plano Real. Como diferença em relação aos planos anteriores, o Plano Real deve ser entendido não apenas como um programa de estabilização e reforma monetária, mas também, um programa integrante de uma nova estratégia para o desenvolvimento para a economia brasileira. Seus formuladores acreditavam que a reforma monetária seria o primeiro passo dado na direção de um novo modelo para o desenvolvimento brasileiro.

A formulação do Plano Real, como na maioria dos Planos de estabilização implementados na América Latina, foi influenciada por uma série de fenômenos que caracterizavam as economias brasileira e internacional nas décadas de 1980 e 1990.

Neste período, entre o final da década de 1970 e início da década de 1990, a economia brasileira passou por uma situação de grande instabilidade macroeconômica. Alguns autores interpretaram esta instabilidade econômica (*e.g.* Belluzzo (2002, Mercadante (1999) e Franco (1999)) como um sinal claro do esgotamento do modelo de desenvolvimento vigente (*i.e.* substituição de importações). Havia, portanto, a percepção que este modelo não era mais eficiente em promover o crescimento econômico, pois, dentre várias razões, este não parecia mais adequado ao contexto econômico apresentado pela economia internacional. Segundo Franco (1999) anunciava-se a necessidade de se implementar no país um novo modelo de desenvolvimento que promovesse uma maior integração da economia brasileira à economia mundial. Esta interpretação da situação da economia brasileira influenciou as autoridades econômicas que formularam a nova estratégia de desenvolvimento no início da década de 1990.

Esta percepção das autoridades econômicas brasileiras e, principalmente, dos formuladores do Plano Real também não poderia ser dissociada do diagnóstico feito sobre os desafios e oportunidades que se criavam com a nova arquitetura da economia mundial.

Nas décadas de 1980 e 1990, a economia internacional passou por uma série de transformações que levaram, entre outras conseqüências, a um período de intensa liquidez internacional. Sobre estas transformações pode-se enumerar: um período prolongado de baixas taxas de juros praticadas em grande parte das economias desenvolvidas; o processo de desregulamentação do sistema financeiro das economias desenvolvidas, observado a partir da ruptura do acordo de Bretton Woods; e a intensificação do processo que se convencionou chamar de globalização financeira.

Diante deste contexto, parte da elite intelectual brasileira apontava as oportunidades que seriam direcionadas à economia brasileira com uma maior integração à economia internacional.

Entretanto, para que a economia brasileira passasse novamente à condição de captador de poupança externa era necessário, segundo esta visão, que o país apresentasse um quadro econômico de confiança aos investidores externos. Nesse contexto, o governo dos EUA e alguns organismos internacionais recomendavam aos países que enfrentavam problemas decorrentes da crise da dívida externa a implementação de uma série de medidas estruturais que poderiam provocar uma avaliação favorável dos credores internacionais e um retorno destes países ao mercado financeiro internacional.

Assim, enquanto a economia internacional se caracterizava por um período de intensa liquidez e mobilidade de capitais, a economia brasileira enfrentava um período de escassez de recurso externo devido a instabilidade macroeconômica. Por isso, segundo a visão dos formuladores do Plano, seria necessário implementar uma série de medidas estruturais que indicasse aos investidores e aplicadores externos "um bom comportamento". De acordo com esta expectativa, o retorno dos fluxos de capitais externos apoiaria e reforçaria a implementação de um programa de reforma monetária, que logo passaria a definir os contornos de uma estratégia de desenvolvimento para a economia brasileira (FRANCO, 1999).

Foi diante da percepção de um contexto externo favorável e da demanda interna por uma nova estratégia de desenvolvimento que foi implementado no país em julho de 1994 o Plano Real. Em termos gerais, a política de estabilização e a reforma estrutural estavam arquitetadas sobre alguns pilares: a estabilidade de preços criaria

condições para o cálculo econômico de longo prazo, estimulando, conseqüentemente, o investimento privado; a abertura comercial levaria disciplina competitiva aos produtores localizados no país; as privatizações e o investimento estrangeiro removeriam gargalos de oferta na indústria e na infra-estrutura, reduzindo custos e melhorando a eficiência; e, além disso, a abertura da conta de capital atrairia poupança externa em escala suficiente para complementar o esforço de investimento nacional e para financiar o déficit em conta corrente (BELLUZZO, 2003, p. 41). Nessa linha, a abertura comercial e financeira promoveria um processo de reestruturação produtiva na economia brasileira e, logo, o desenvolvimento econômico.

Como primeira medida desta estratégia de desenvolvimento haveria a necessidade de implantar um programa de reforma monetária e de estabilização macroeconômica, empreendidos a partir do Plano Real.

1.1 Problemática

De fato, a política de estabilização (ou a política econômica orientada por esta estratégia) provocou uma rápida redução da inflação. Porém, como colocado acima, as medidas de política econômica que faziam parte de uma estratégia de desenvolvimento devem ser analisados não apenas por seu impacto na estabilização, mas também na sustentação do crescimento econômico.

A partir desta análise que surgiram várias críticas aos desdobramentos da política econômica aplicada a partir da implementação do Plano Real.

De um lado, estavam os defensores da política econômica estabelecida, que viam na abertura e na estabilização, as condições necessárias para o aumento da produtividade e, conseqüentemente, a retomada do crescimento econômico no país (*e.g.* Gustavo Franco).

Contrariamente a esta interpretação, estava um grupo de economistas, que atribuíam à política econômica, orientada pelo Plano Real, uma série de conseqüências adversas à economia brasileira. Uma das mais importantes críticas se destinou em apontar o extraordinário aumento da vulnerabilidade externa observado após a implantação do Plano Real (*e.g.* Reinaldo Gonçalves (1999), Batista JR (1999),

Belluzzo (2002), Delfim Netto (1999), entre outros).

O argumento dos críticos desta estratégia para o desenvolvimento econômico brasileiro e a hipótese deste trabalho é que a política macroeconômica estabelecida com o Plano Real contribuiu para elevar a dependência do país ao capital externo e, conseqüentemente, sua vulnerabilidade externa.

A crítica consistia, essencialmente, no fato de que a redução tarifária e a nova política cambial provocariam uma reviravolta no saldo da balança comercial que, por sua vez, contribuiria para a ampliação do déficit em transações correntes. Neste ponto, os críticos argumentavam que na medida em que se avolumavam os déficits em transações correntes, o país passaria a ser obrigado a atrair crescentes fluxos de capitais, sobre os quais não tinha controle e ficaria, portanto, dependente de uma política de incentivos para a entrada de capitais externos. (CASTRO, 1999, p. 65).

A conseqüência imediata do aumento na vulnerabilidade externa seria que a política econômica do país ficaria dependente das conjunturas internacionais. Ou seja, a cada sinal de restrição de liquidez externa os gestores da política econômica brasileira tinham que direcionar seus instrumentos a fim de desestimular a saída do capital externo e, com isso, manter o equilíbrio do balanço de pagamentos (dado o déficit em transações correntes).

Todavia, as medidas capazes de conter a saída de capitais externos diante de um quadro externo adverso seriam incompatíveis com a implementação de políticas ativas de investimento e renda. Logo, com o tempo, a política econômica teria que se adequar para resolver problemas de curto prazo, como o equilíbrio do balanço de pagamentos. Conseqüentemente, as decisões das autoridades macroeconômicas atingiriam um ponto de incompatibilidade, entre a política econômica de curto prazo e a estratégia de desenvolvimento de longo prazo.

1.2 Objetivo:

Este trabalho tem por objetivo analisar a relação entre a estratégia de desenvolvimento dos governos FHC e o aumento da vulnerabilidade externa da economia brasileira na década de 1990, bem como o uso de políticas econômicas para

promover o ajuste temporário do balanço de pagamentos. O trabalho visa defender a seguinte hipótese: o Plano Real, como política de estabilidade macroeconômica e como estratégia de desenvolvimento, estabeleceu políticas que tiveram como conseqüências o aumento da vulnerabilidade externa da economia brasileira. Por sua vez, o aumento da vulnerabilidade da economia brasileira e a volatilidade dos recursos financeiros internacionais, revelados nos chamados choques financeiros externos, exigiram mudanças na política econômica e na estratégia de desenvolvimento inicial.

Os objetivos do trabalho se definem em:

- a. Objetivo geral: Estudar a relação entre a estratégia de desenvolvimento e o novo padrão de financiamento externo implementados no governo FHC e o aumento da vulnerabilidade externa no período 1994/2002.
- b. Objetivos específicos:
 - i. Apresentar a estratégia de desenvolvimento e a política macroeconômica do Plano Real, com enfoque no novo padrão de financiamento externo.
 - ii. Estudar as conseqüências da estratégia de desenvolvimento e da política macroeconômica para o aumento da vulnerabilidade externa da economia brasileira.
 - iii. Analisar as políticas macroeconômicas adotadas em reação aos problemas de balanço de pagamentos provocados, por sua vez, pela maior vulnerabilidade da economia brasileira e pela volatilidade dos mercados financeiros internacionais.

1.3 Metodologia e organização em capítulos:

A metodologia a ser usada para defender a hipótese de aumento da vulnerabilidade externa da economia brasileira no período 1994-2002 levará em conta

os seguintes procedimentos. Inicialmente, será realizada uma revisão de literatura acerca do contexto econômico interno e externo, bem como da estratégia de desenvolvimento implementada durante a década de 1990. Procurar-se-á entender a lógica das autoridades econômicas na proposição e implementação da estratégia de desenvolvimento. A análise empírica do aumento da vulnerabilidade será feita através de indicadores referente ao balanço de pagamentos, quantidade de reservas internacionais e indicadores de endividamento, estes serão apresentados sob a forma de índices. Os índices estão baseados na literatura resenhada e os dados foram obtidos nas publicações do Banco Central.

O trabalho procura alcançar objetivos, de um lado, e defender hipóteses, de outro lado. Para isso, os capítulos foram organizados da seguinte forma. Neste capítulo inicial é apresentado o problema, a hipótese a ser defendida, os objetivos a serem atingidos, bem como a metodologia a ser utilizada. O segundo capítulo traz uma breve apresentação da estratégia de desenvolvimento implementada em meados da década de 1990, onde se procura identificar os principais argumentos defendidos pelas autoridades macroeconômicas brasileiras na formulação do Plano Real. O ponto chave deste capítulo é a identificar o novo projeto de desenvolvimento formulado pelas autoridades econômicas do governo Fernando Henrique Cardoso.

No terceiro faz-se uma análise acerca da relação entre as decisões de política econômica e o aumento da vulnerabilidade externa. O principal argumento é que políticas e estratégias do Governo, em alguma medida, foram responsáveis pelo aumento da dependência do capital externo. Como a abertura comercial, a política cambial vigente e o novo padrão de financiamento externo provocaram problemas no balanço de pagamentos e tornaram sua condição de financiamento vulnerável a mudanças externas.

O quarto capítulo concentra-se em uma análise empírica contemplando os principais indicadores de vulnerabilidade externa no período 1994-2002. Neste capítulo fica mais evidente, quando se observa o comportamento dos indicadores, o aumento da vulnerabilidade externa do país após a implementação do Plano Real.

No quinto capítulo será apresentada as reações do governo frente a vulnerabilidade externa, isto é, as mudanças na política econômica e na própria

estratégia de desenvolvimento inicial. O capítulo se norteia cronologicamente pelos efeitos das crises cambiais sofridos pelo país. E, por fim, no capítulo seis há a apresentação de um resumo das principais conclusões do trabalho.

CAPÍTULO II

2. Um novo projeto de desenvolvimento para o Brasil: o Plano Real

Desde o fim da década de 1970 a economia brasileira vem passando por um processo de grande instabilidade macroeconômica, expressa em elevadas taxas de inflação e/ou problemas de natureza cambial. Desta situação emergiam muitas críticas sobre a trajetória do desenvolvimento econômico brasileiro. Segundo Gustavo Franco (1999, p. 13), nos espaços destinados à reflexão sobre o desenvolvimento, era comum ouvir que o modelo de desenvolvimento econômico baseado em substituição de importações estava irremediavelmente esgotado. Conforme ele afirmou, repetia-se que um modelo de desenvolvimento econômico deveria ser definido em bases inteiramente novas e sobre os quais pressupostos específicos do modelo dito anterior deveriam ser abandonados.

No entanto, estas novas bases de um modelo de desenvolvimento deveriam não só considerar o contexto histórico que apresentava o país, mas também, levar em conta um cenário econômico internacional favorável, o qual possibilitaria ao Brasil o retorno dos fluxos de capitais privados externos. Havia uma corrente do pensamento econômico que atribuía à estabilidade macroeconômica interna e ao retorno do capital externo as bases para um novo modelo de desenvolvimento do país.

Criaria-se, então, a partir desta percepção, as condições para que fosse arquitetado um plano de estabilização monetária consistente com as experiências e programas de estabilização alicerçados tanto em âncoras nominais, especialmente cambiais, quanto na liberalização comercial e financeira (FERRARI-FILHO, 2003, p. 115). O programa de estabilização era visto como uma medida necessária e inicial para o início de uma nova estratégia de crescimento. Conseqüentemente ao plano de estabilização monetária, seria deflagrado naturalmente o processo de desenvolvimento, com a consolidação da estabilização e das reformas que lhe conferiam fundamento (FRANCO, 1999, p. 14).

Diante disso, o capítulo procura apresentar como se arquitetou e viabilizou esta nova estratégia de desenvolvimento econômico formulada para economia brasileira em meados da década de 1990. Para tanto, a primeira seção

identifica o contexto internacional favorável à formulação de um novo projeto de desenvolvimento para o país. A segunda seção procura apresentar os antecedentes desta estratégia, ou seja, o contexto histórico e a situação econômica imediatamente anterior ao Plano Real. Para isso, serão apresentadas: a influência do diagnóstico de esgotamento do modelo anterior (*i. e.* substituição de importações) sobre a formulação de um novo projeto de desenvolvimento para o país e a implantação de algumas medidas e/ou políticas nos moldes da estratégia de desenvolvimento, antes de sua implementação em 1994. Na terceira e última seção, serão apresentados os argumentos utilizados para a formulação do Plano Real. Apresentando, para tanto, os pressupostos, os diagnósticos e as proposições de uma nova estratégia para o desenvolvimento brasileiro.

2.1 As mudanças recentes na dinâmica mundial

Esta seção procura apresentar um panorama acerca das mudanças ocorridas na dinâmica econômica mundial, principalmente quanto aos novos impulsos para uma maior movimentação financeira internacional. O argumento central é que as mudanças ocorridas na dinâmica internacional viabilizaram a retomada do acesso ao mercado de capitais dos países que haviam enfrentado problemas de dívida externa na década de 1980. No entanto, as instituições multilaterais (como FMI, Banco Mundial e OMC) estabeleceram as diretrizes e orientações para a reinserção destes países no sistema financeiro internacional e, conseqüentemente, para a absorção de novos fluxos de capitais. Para tanto, esta seção está baseada em uma revisão da literatura sobre o tema.

Para este fim, a seção se divide em três outras subseções. A primeira apresenta a configuração deste processo que se convencionou chamar de globalização, ou seja, a percepção do fenômeno. A segunda subseção identifica os principais determinantes para a configuração deste novo contexto internacional. E, por último, a terceira subseção aponta quais as condições encontradas pelos países que enfrentaram a crise da dívida externa (1980) para retomarem o acesso ao mercado internacional de capitais.

2.1.1 A percepção do fenômeno:

Durante as décadas de 1980 e 1990 se observou a intensificação dos fluxos de capitais, o que se convencionou chamar de globalização financeira. Segundo Franco (1999, p. 126), uma análise bastante objetiva do processo de globalização nos levaria a identificá-lo com o crescimento dos fluxos de bens, serviços e do investimento internacional em níveis consistentemente superiores ao crescimento da produção. Nessa linha, Gonçalves (1999, p. 24-5) sistematizou a globalização como a interação de três processos distintos, que ocorreram nos últimos 20 anos do século XX, e afetaram as dimensões financeira, produtiva-real, comercial e tecnológica das relações internacionais: *expansão dos fluxos internacionais; o acirramento da concorrência internacional e a crescente integração entre os sistemas econômicos nacionais.*

Sobre a expansão dos fluxos internacionais, Gonçalves afirmou que, no caso dos fluxos de capitais, os dados mostram que os empréstimos internacionais mais os investimentos de portfólio aumentaram de aproximadamente US\$400 bilhões em 1987 para 1,6 trilhão de dólares em 1996. Assim, enquanto o investimento externo direto cresceu a uma taxa média anual de 23,6% entre 1986-90, o PIB mundial cresceu a uma taxa de 12,1% no mesmo período (GONÇALVES, 1999, p. 26).

O segundo processo característico da globalização, ainda segundo Gonçalves (*Ibidem*), foi o acirramento da concorrência internacional. Para ele, embora não fosse possível mensurar diretamente este acirramento, a crescente importância da questão da competitividade internacional na agenda de política econômica dos países sugeria que, de fato, havia uma rivalidade cada vez maior no sistema econômico mundial.

Mercadante (1999, p. 133) atribuiu como consequência direta deste processo, o extraordinário aumento da produtividade e das escalas de produção que, por sua vez, impulsionaram a conformação de macromercados e configuraram um novo padrão de concorrência internacional.

Neste sentido, cabe chamar a atenção para a influência dos grupos transnacionais neste processo que configurou uma nova dinâmica para a economia mundial. Gustavo Franco (1999, p. 30) argumentou que as empresas transnacionais

compreendem um dos eixos fundamentais, ou um agente primordial, do processo de globalização. Para ele, a expansão dos fluxos internacionais, principalmente os investimentos externos, se deveu, em grande parte, ao fenomenal crescimento das redes de filiais de ETNs (empresas transnacionais) e, por conseguinte, a proliferação de estratégias de ajustamento e racionalização compreendendo desintegração vertical, isto é, uma realocação no exterior.

Deve-se notar ainda, que como afirmou Gonçalves (1999, p. 26), estes grupos transnacionais também passaram a atuar mais diretamente no sistema financeiro internacional por intermédio de instituições financeiras próprias. Segundo ele, além disso, os investidores institucionais (*e.g.*, fundos de pensão, fundos mútuos e seguradoras) passaram a adotar estratégias de diversificação de portfólio em bases geográficas. Essa nova realidade permitiu um extraordinário aumento na oferta de capitais externo que, evidentemente, buscava alternativas de maiores rendimentos.

Seguindo a sistematização de Gonçalves (1999, p. 27) para o processo de globalização resta mencionar o último processo - a crescente integração dos sistemas econômicos nacionais. Este processo, afirmou ele, se manifestou quando, no caso da globalização financeira, uma propensão crescente de ativos financeiros emitidos por residentes estava na mão de não-residentes e vice-versa. Ele evidenciou este processo através do aumento na participação de títulos estrangeiros na carteira dos fundos de pensão norte-americanos, britânicos e japoneses entre 1980 e 1993, que foram, respectivamente, de 0,7% para 10,3%, de 10,1% para 19,7% e de 0,5% para 9%.

A percepção deste fenômeno, como um todo, levou a alguns autores levantarem a seguinte questão sobre a inserção internacional do País. Enquanto o investimento direto externo cresce de forma impressionante a partir da década de 1980 o Brasil diminuiu consideravelmente a sua participação no investimento global (FRANCO, 1999, p. 35). Segundo ele, enquanto o México aumentou sua participação no fluxo de investimento direto externo, passando de 1,86% entre 1977-80 para 4,07% entre 1991-92, o Brasil diminuiu sua participação de 5,18% para 0,91%, considerando os mesmos períodos.

Por iso mesmo, houve nos países ditos emergentes um processo de diminuição das barreiras que separavam os mercados nacionais dos países não

desenvolvidos dos mercados financeiros, com a incorporação dos "mercados emergentes" a partir dos anos 90. A incorporação destes mercados acabou mundializando de vez os circuitos financeiros de acumulação. Essa nova realidade permitiu aos países ditos emergentes montarem suas estratégias de estabilização e, conseqüentemente, de crescimento econômico². Os principais determinantes deste processo, chamado globalização, e as condições para a retomada do acesso dos "países emergentes" ao mercado internacional de capitais são os temas das próximas seções.

2.1.2 Os determinantes

Para Gonçalves (1999, p. 29), os determinantes da globalização podem ser agrupados em três principais conjuntos de fatores: tecnológicos; institucionais e sistêmicos; e estruturais.

Segundo ele, o primeiro conjunto de determinantes refere-se ao desenvolvimento tecnológico associado à revolução da informática e das telecomunicações. Em resultado disso, houve uma extraordinária redução dos custos operacionais e dos custos de transação global. Ou seja, as operações produtivas e financeiras tornaram-se significativamente mais baratas, ao mesmo tempo, que se reduziram os custos de coleta de informação e de monitoramento dos mercados de capitais, além, do controle das operações produtivas espalhadas pelo mundo.

Outro conjunto de determinantes do processo de globalização envolve os fatores de ordem política e institucional que, para Gonçalves (1999), estavam vinculados à ascensão das idéias liberais ao longo dos anos 80.

Anderson (1995 apud FILGUEIRAS, 2000, p. 45) afirmou que, o neoliberalismo como ideário surgiu no pós segunda guerra, como uma reação teórica e política ao "Estado intervencionista/keynesiano", presente na Europa e nos EUA. Para ele, esta doutrina do pensamento econômico direcionava suas críticas contra qualquer limite, por parte do Estado, ao funcionamento dos "mecanismos de mercado". A ascensão política do ideário neoliberal teve como referência os governos de Thatcher na Grã-Bretanha (1979) e Reagan nos EUA (1980).

² Este tema será aprofundado na seção 2.3 e 2.4.

Em termos sistêmicos, Gonçalves (1999, p. 29) chama a atenção, no que se refere à esfera financeira, para a liberalização do movimento internacional de capitais observada no início dos anos 70 em alguns países desenvolvidos, talvez como resultado da própria pressão por maior liberdade para o capital após a ruptura do sistema de Bretton Woods. Para ele, a ruptura do acordo de Bretton Woods foi acompanhada da instabilidade da taxa de juros e câmbio, e, ainda, pela crise econômica nos anos 70 que, por sua vez, representou menores oportunidades de negócios. Para Paulani e Braga (2000, p. 164), o rompimento com o acordo abriu as portas não só para o sistema de câmbio flexível como para uma situação de instabilidade monetária em nível mundial. De alguma forma, esta instabilidade das taxas de juros e de câmbio abriu espaço para uma desintermediação financeira.

Segundo Chesnais (apud FILGUEIRAS, 2000, p. 63), a desintermediação dos mercados financeiros pode ser entendida como a busca de financiamento à margem de fornecedores usuais que, por sua vez, foi estimulada também pelo aumento dos custos administrativos e pelo crescente diferencial entre as taxas de captação de empréstimos em tradicionais instituições bancárias, o que deu origem a novos investidores institucionais e aumentou a importância daqueles existentes.

Dando seqüência aos determinantes do processo de globalização, Gonçalves (1999, p. 30) afirmou que a instabilidade gerada pela ruptura do sistema de Bretton Woods, num primeiro momento, e pelas políticas monetária e cambial dos países desenvolvidos num segundo momento, provocou um processo de inovações e adaptação do sistema financeiro internacional. Para ele, este processo pode ser representado pelo desenvolvimento de novos instrumentos financeiros de proteção anti riscos e incertezas (*e.g.* o desenvolvimento do mercado de derivativos de moeda e taxas de juros a partir da década de 1980).

Adicionalmente, em relação a evolução do processo de globalização financeira, Filgueiras (2000, p. 47) afirmou que, durante a década de 1980, assistiu-se a desregulamentação dos mercados financeiros nos EUA e na Inglaterra, impulsionado sobretudo, pela necessidade de os EUA financiar seu enorme déficit comercial. Para ele, isso facilitou os diversos agentes financeiros, em especial bancos e investidores institucionais, a atuarem nos mais diversos segmentos, em especial o de ações e o da

dívida pública. Sobre isso, Gonçalves (1999, p. 30) complementa que houve uma mudança na estratégia de investidores institucionais e das empresas transnacionais. Essa mudança, segundo ele, foi fruto do encontro, por parte destes investidores, de um mercado caracterizado pela instabilidade das taxas de juros e das taxas de câmbio e, além disso, com os próprios limites dos mercados de capitais dos países desenvolvidos.

O resultado deste processo foi, para Paulani e Braga (2000, p. 161), um aumento na liquidez e na mobilidade entre os diversos mercados. Isto é, os estoques de ativos financeiros cresceram de modo muito mais rápido do que os investimentos em capital fixo. Em consequência disso, portanto, houve uma mudança de orientação na estratégia de diversificação dos recursos dos investidores estrangeiros que, por sua vez, tratou-se também da penetração em mercados de capitais de países em desenvolvimento.

O terceiro e último conjunto de determinantes da globalização, segundo Gonçalves (1999, p. 31), refere-se a fatores de ordem estrutural. Para ele, o ponto central reside na dificuldade de expansão da esfera produtiva-real das economias capitalistas maduras que caracterizou o movimento de acumulação em escala global. Segundo o autor, o menor crescimento dos mercados domésticos dos países desenvolvidos acarretou em um deslocamento de recursos da esfera produtiva-real para a esfera financeira e, portanto, uma expansão dos mercados de capitais domésticos e internacional.

Em suma, pelo lado da oferta, houve um aumento na quantidade de recursos financeiros em busca de oportunidades de aplicação e valorização. Nesse sentido, a aplicação em países emergentes se tornou uma das oportunidades encontradas pelas instituições provedoras destes recursos para diversificarem suas carteiras.

2.1.3 "Mercados emergentes": o retorno ao mercado financeiro internacional

Pelo lado das possibilidades de aplicação deste capital financeiro, em busca de valorização, estavam os países que durante a década de 80 enfrentaram uma paralisação dos financiamentos bancários, que por sua vez, culminou na crise da dívida externa. Havia, de um lado, a situação de sobrelíquidez permitia a volta dos países em

desenvolvimento ao mercado financeiro internacional. Por outro, era necessário mostrar "um bom comportamento" aos mercados financeiros e, conseqüentemente, a superação dos problemas da crise da dívida externa do período anterior.

Para Bresser-Pereira e Nakano (2003, p. 4), desde a crise da dívida externa dos anos 80, os países endividados aprendem a seguinte mensagem dos países desenvolvidos: "cuidem das finanças do Estado e dêem início às reformas orientadas para o mercado, que os fluxos de capitais do mercado internacional cuidarão de vocês, e vocês voltarão a experimentar crescimento econômico". Para eles, esta visão, oriunda dos países desenvolvidos, das organizações internacionais, das corporações multinacionais e do sistema financeiro internacional pareceu tão razoável que, no início dos anos 90, quando os fluxos financeiros internacionais foram retomados, transformou-se em uma opinião comumente aceita tanto em países desenvolvidos como nos países em desenvolvimento.

Logo, o primeiro passo dado por estes países em direção ao mercado internacional de capitais foi a reestruturação e a administração da dívida externa. Segundo Moreira e Sherer (2002, p. 60), este processo foi consolidado ao final da década de 80, com a formulação do Plano Brady. Este plano constituiu um reconhecimento explícito de que para a maioria das nações devedoras o pagamento da dívida externa era algo fora de alcance (SACHS e LARRAIN, 1995, p. 812). O principal argumento levado em consideração na formulação do plano, segundo os autores anteriormente citados, era que: tentando receber o total da dívida, os bancos poderiam desestabilizar o país devedor de tal forma que terminariam recebendo menos do que se concordassem com uma redução da dívida por meio da renegociação. Portanto, este plano reforçou um movimento de redução da dívida externa. E, para isso, o mecanismo adotado foi, segundo Roberts (2000), a troca da dívida bancária por títulos garantidos pelo Tesouro dos EUA, além de outros instrumentos como a securitização da dívida e o uso de novos mecanismos financeiros. Com o tempo, estas medidas colocaram a dívida externa destes países no circuito ativo de especulação (MOREIRA e SHERER 2002, p. 60).

Contudo, somente a reestruturação da dívida externa não era suficiente para conter as crises cambiais que acometiam estes países. Por isso, segundo Almeida e

Belluzzo (2002, p. 13), a década de 1980 foi marcada pelo predomínio das políticas de ajustamento patrocinadas pelo FMI, convocado para socorrer os distúrbios que acometiam o balanço de pagamentos dos países devedores. Para eles, os programas do Fundo cumpriram a finalidade implícita em sua concepção, ou seja, reduzir os riscos de uma crise financeira global. Portanto, essa foi a condição indispensável, ou seja, a promoção de um ajuste estrutural da economia para que os países periféricos pudessem se candidatar aos novos recursos das instituições e dos bancos privados (BELLUZZO e MELLO *apud* FILGUEIRAS, 2000, p. 72).

Num segundo momento, houve a percepção de que para promover o retorno do crescimento econômico dos países devedores era necessário ir além do processo de ajustamento patrocinado pelo FMI. Seria necessário implantar uma série de reformas estruturais que garantissem um ambiente favorável aos investimentos e aplicações externas.

Em suma, havia o diagnóstico, por parte do Governo dos EUA e de organismos multilaterais, de que a crise da dívida externa nestes países não se resolveria apenas com políticas de ajuste do balanço de pagamentos, mas, também com reformas estruturais e institucionais e, ainda, com a volta da captação de recursos no mercado internacional.

Esta "mensagem", que representava a convergência de opiniões do governo dos EUA e das agências multilaterais, foi sistematizada no chamado Consenso de Washington³. Williamson (1989) sintetizou a visão deste ideário, e que expressaria, de modo geral, o "consenso" sobre as medidas mais apropriadas a serem adotadas pelos ditos "países em desenvolvimento". Essas medidas, segundo Sachs e Larrain (1995, p. 813), entram em duas categorias amplas: reforma do setor público e liberalização dos mercados, esta última, refere-se principalmente a abertura comercial e financeira, com medidas para liberalizar tanto a conta corrente como a conta de capital que compõem o balanço de pagamentos.

"(...) o Consenso de Washington é hoje um conjunto, abrangente, de regras de condicionalidade aplicadas de forma cada vez mais padronizada aos diversos países e regiões do mundo, para obter o apoio político e econômico dos governos centrais e dos

organismos internacionais. Trata-se também de políticas macroeconômicas de estabilização acompanhadas de reformas estruturais liberalizantes." (TAVARES e FIORI, op. cit., 18 *apud* FILGUEIRAS, p. 96).

2.2 O novo contexto histórico: a crise do modelo de substituição de importação

A crise da dívida externa dos anos 80 tornou evidente problemas mais profundos da economia brasileira. A percepção destes problemas ampliou o debate sobre modelo de desenvolvimento vigente desde o pós-guerra, *i.e.* industrialização por substituição de importações. Para muitos autores⁴, estes problemas eram sinais claros que o modelo havia se esgotado e, por isso, era necessário estabelecer as diretrizes para um novo modelo.

Cabe a esta seção, portanto, apresentar de maneira sucinta e baseada na revisão de literatura os sinais do esgotamento deste modelo que, de alguma forma, influenciaram a construção de uma nova estratégia para o desenvolvimento brasileiro.

Para Belluzzo (2003, p. 41), as principais características do modelo de substituição de importações foram: a internacionalização produtiva da economia, com a entrada de empresas multinacionais na estrutura industrial; a intervenção do Estado que, segundo ele, foi competente na distribuição de incentivos à acumulação privada e na arbitragem entre o capital doméstico e estrangeiro; a incorporação restrita dos trabalhadores às normas "modernas" de produção e de consumo; e a exclusão política dos mais fracos e menos favorecidos.

Como mencionado acima, neste modelo o Estado tinha papel fundamental e, por isso, cumpria duas funções principais: a de assegurar a infraestrutura básica e o investimento na indústria pesada através da grande empresa estatal (MERCADANTE 1999, p. 135). Todavia, foi com a implementação do II PND (1974) que o Estado aumentou, ainda mais, sua participação nos setores da economia, ou seja, quando o controle estatal passou a estender-se por setores que, até então, pertenciam ao setor privado (CASTRO & SOUZA, 1985, p. 41). Em consequência, o II PND levou, segundo Belluzzo (2003, p. 59) o máximo descompasso entre o nível elevado de

⁴ Entre eles: Luiz Gonzaga Belluzzo, Aloizio Mercadante, Maria da Conceição Tavares e Gustavo Franco.

formação bruta de capital e as condições domésticas de financiamento.

Para isso, o Governo utilizou instrumentos de política econômica como as reservas de mercado, subsídios e incentivos fiscais e financeiros à indústria nascente e, além disso, utilizou a grande empresa estatal como força motriz do modelo (MERCADANTE, 1999, p. 135).

Segundo Franco (1999, p. 68-9), um dos objetivos desta política era elevar a segurança e a rentabilidade do investimento privado. Porém, segundo ele, ao longo do tempo o que se observou foi uma lenta deterioração da taxa de crescimento da produtividade que, por sua vez, reduziu progressivamente a competitividade da economia brasileira.

Além disso, as elevadas taxas de investimento público se sustentaram, principalmente, através da inflação e o déficit público. Diante disso, a inflação tinha que ser cada vez mais elevada para se sustentar o investimento⁵ (FRANCO, 1999, p. 68).

Segundo Belluzzo (2003, p. 59), as críticas a industrialização brasileira concentravam-se na denúncia de uma suposta tendência autárquica, à ineficiência, a falta de competitividade externa e à estatização.

Com o tempo, estas críticas acarretaram na percepção de que o modelo de desenvolvimento via substituição de importações havia se esgotado e, com isso, levou alguns críticos a sublinhar alguns importantes desafios para a economia brasileira, entre eles: a criação de instrumentos e instituições de mobilização de poupança doméstica; a reestruturação competitiva e a modernização organizacional da grande empresa de capital nacional e de suas relações com o Estado; e, além disso, a constituição de um "mercado endógeno"⁶ de inovações tecnológicas (*Ibidem*).

Deve-se considerar que este modelo conseguiu sustentar as taxas de investimento agregado enquanto, segundo Belluzzo (2002, p. 59), o hiato entre a capacidade de financiamento interno e a demanda de crédito de longo prazo foi coberta pela tomada de recursos externos.

Porém, o segundo choque do petróleo e a elevação da taxa de juros norte

⁵ Segundo Sachs e Larrain (1995, p. 379), a inflação gera uma receita colhida pelo governo como resultado do seu monopólio na impressão de dinheiro. Ou seja, imprimir dinheiro praticamente não tem custo e as notas e moedas podem ser trocadas por bens e serviços (a esse ganho no poder de compra se chama *seigniorage*)

americana mudaram radicalmente as condições externas e decretaram a obsolescência do padrão de financiamento externo do modelo de desenvolvimento baseado na industrialização via substituição de importações (*Ibidem*). Ou seja, o novo cenário econômico internacional interrompeu o fluxo de fontes externas de financiamento e, portanto, inviabilizou a continuidade desta estratégia.

Todavia, Franco (1999, p. 69) e Mercadante (1999, p. 137), fazem uma ressalva ao afirmarem que, a identificação do esgotamento deste modelo não deve diminuir seu sucesso em promover a industrialização do país. Segundo Franco (1999, p. 69), não se trata de dizer que o modelo foi equivocado, mas de acrescentar que ficaram para o futuro uma série de problemas e que suas soluções implicariam em um modelo bastante diferente do original. Nesse sentido, a pressão exercida pelo quadro internacional e a instabilidade da economia brasileira criaram pré condições para as alterações postas em prática a partir da década de 1990.

Contudo, cabe mencionar que, diante deste cenário, seria necessário redefinir, também, o papel do Estado para se avançar na construção de um novo modelo⁷, principalmente quanto a superação do déficit público. Posto em prática tais medidas, o Estado estaria, portanto, mais voltado para a regulação da concorrência do que para o investimento direto, como no caso das empresas estatais, e para a concessão de incentivos e proteção a indústria nacional.

"(...) um projeto conseqüente (portanto, livre do charlantalismo populista) de crescimento com redução da pobreza e da concentração de renda haverá de ter como elemento central a aceleração da taxa de crescimento da produtividade, o que, necessariamente, haverá de ter lugar com a superação da SI e o aprofundamento do processo de abertura."(FRANCO, 1999, p. 31.).

2.3 O contexto imediato a implementação do Plano Real: o Governo Collor e o início das políticas liberais

"A correlação de forças existentes na sociedade brasileira, na década de 1990, indica a hegemonia da posição que defende a implementação de uma etapa mais avançada do capitalismo brasileiro. O país, a economia e os agentes econômicos estão

⁶ Expressão atribuída a Fernando Faynzylber por Belluzzo (2003).

⁷ Os fundamentos deste novo modelo serão melhor abordados nas próximas seções.

sendo submetidos a um '*choque de capitalismo*'. O Estado reduz sua presença e sua proteção deixando as empresas mais expostas às leis de mercado e da concorrência."(BRUM, 1997, p. 463).

Como mencionado anteriormente, o quadro de instabilidade e baixo crescimento econômico induziu ao questionamento dos regimes de substituição de importações como medida de desenvolvimento, principalmente a partir da década de 1980. E, com isso, surge como alternativa ao espaço vazio deixado pelo modelo de substituição de importações o ajuste inspirado no ideário liberal (TAVARES, 1994 *apud* MERCADANTE, 1999, p. 135). Assim, na década de 1990 observou-se um esforço do Governo brasileiro no sentido de implementar uma série de reformas estruturais direcionadas por uma estratégia de desenvolvimento que seguia os padrões neoliberais.

Foi neste contexto que surgiu, o que Franco (1999, p. 110) chamou de fenômeno Collor. Segundo este autor, Fernando Collor se caracterizou como o único candidato⁸ a abraçar posturas internacionalistas e antiinflacionária que, por sua vez, significavam um claro contraponto ao modelo anterior (*i. e.* substituição de importações). Por isso, esta seção procura apresentar, de maneira resumida, o contexto imediato que, de alguma forma, contribuiu para a formulação do Plano Real.

Segundo Lacerda (2004, p. 29), a partir da década de 1990 o país implantou uma série de medidas com objetivo de intensificar o processo de abertura comercial e liberalização da economia. Para ele, a intensificação deste processo iria provocar a reestruturação produtiva da economia brasileira, gerando impactos diretos sobre os níveis de emprego e da balança comercial.

Para que isso pudesse ocorrer foram implementadas algumas medidas de política econômica, como⁹: redução progressiva dos níveis de proteção tarifária¹⁰; eliminação da distribuição indiscriminada e não transparente de incentivos e subsídios; e fortalecimento dos mecanismos de defesa da concorrência.

Nesse sentido, a abertura comercial e a liberalização da economia induziram as empresas locais a fazerem um forte ajuste para fazer frente a uma nova

⁸ Dos que disputaram as eleições presidenciais de 1989.

⁹ Segundo Guimarães (1995) *apud* Lacerda (2004, p. 31).

¹⁰ Em média a tarifa nominal diminuiu de 104,97% entre 1985/88 para 34% entre 1989/93 MEURER E

realidade imposta por uma competição em condições desfavoráveis (LACERDA, 2004, p. 30). Para o autor, as condições eram desfavoráveis pois a abertura não foi conduzida de forma a adaptar os fatores de competitividade sistêmica aos padrões internacionais.

Todavia, segundo Franco (1999, p. 115), embora a retórica do Governo Collor emulasse a intensificação do processo de abertura, o que se observou foi uma complexa combinação de liberalismo tímido, inércia institucional e burocrática, improvisação e permeabilidade a influências políticas. Segundo o autor, portanto, o trágico desfecho do Governo Collor acabou por interromper o processo de abertura da economia brasileira.

Entretanto, as mudanças na economia brasileira no final da década de 1980 e início dos anos 90 já orientados por uma nova agenda reformista, delinearam um quadro macroeconômico que contribuiu para a implementação da nova estratégia de desenvolvimento em 1994.

Sobre isso, cabe destacar o acúmulo de reservas internacionais (ver tabela 2.1) gerado com saldos positivos tanto na balança comercial como na conta de capitais. Cabe observar, também, conforme a tabela 2.1, que no início do Plano Collor (entre 1990 e 1991) a inflação caiu, fato que Filgueiras (2000, p. 87) atribuiu a recessão econômica enfrentada pelo país (ver tabela 2.1). Entretanto, posteriormente com a remonetização da economia, a inflação voltou a apresentar rápido crescimento e sinais de descontrole. No entanto, quanto as contas públicas, a situação era de relativo equilíbrio. Após a implementação de medidas de ajustes fiscal, como por exemplo, a ampliação da tributação e a reforma patrimonial empreendida com as privatizações, o Governo conseguiu manter um superávit primário acima de 2% do PIB (tabela 2.1).

Com isso, quando da implementação do Plano Real, as autoridades econômicas contavam com um nível elevado de reservas internacionais e um superávit primário que, por sua vez, garantiriam a implementação de uma reforma monetária baseada em uma âncora cambial¹¹.

SAMOHYL, 2001, p.113).

¹¹ Este tópico será discutido posteriormente.

Tabela 2.1: Indicadores econômicos pré-Real (1990-93).

| Ano | PIB* (%) | Reservas*** | Saldo comercial*** | Inflação IPC (Fipe) | Conta de Capital*** | Superávit primário ** |
|------|-------------|-------------|-----------------------|------------------------|------------------------|--------------------------|
| 1990 | -4,3 | 9.973 | 10.753 | 1.639,08 | -4.715 | 4,6 |
| 1991 | 0,3 | 9.406 | 10.579 | 458,61 | -4.148 | 2,85 |
| 1992 | -0,8 | 23.754 | 15.308 | 1.129,45 | 25.271 | 2,26 |
| 1993 | 4,9 | 32.211 | 13.117 | 2.490,99 | 10.115 | 2,67 |

* Taxa de crescimento.

** superávit primário das contas do governo em relação ao PIB (% PIB).

*** US\$ milhões.

Fonte: Banco Central (séries temporais).

2.4 O Plano Real e a estratégia de desenvolvimento

Neste contexto que, em 07 de dezembro de 1993, foi iniciada a implementação das medidas do Plano Real, com objetivo principal de interromper a aceleração do processo inflacionário brasileiro. Cabe lembrar que, antes do Plano Real houve cinco planos de estabilização frustrados: Cruzado (1986), Bresser (1987), Verão (1989), Collor I (1990) e Collor II (1991).

O domínio das estratégias de combate a inflação, neste período, era fruto de um consenso entre as autoridades econômicas que a condição prévia para a formulação e implementação de qualquer projeto de desenvolvimento era necessário, inicialmente, resolver o problema da estabilidade macroeconômica. Para Franco (1999, p. 13), tínhamos que recuperar a capacidade de planejar nosso futuro ou, ainda, segundo Belluzzo (2003, p. 41), criar condições para o cálculo econômico de longo prazo.

De acordo com Bresser-Pereira e Nakano (2003, p. 6), as autoridades econômicas colocavam a estabilidade macroeconômica como ponto fundamental do processo de crescimento descrito pela teoria do crescimento para economias abertas. Para eles, o pressuposto inerente a esse modelo seria que a estabilidade macroeconômica fosse um dos fundamentos necessários para que ocorresse a transferência de capital (poupança externa) para países ditos emergentes e, além disso, para criar um ambiente econômico estável e seguro, em que os empresários pudessem investir, expandir a capacidade industrial e gerar a poupança necessária.

Não foi por outra razão, então, que o combate à inflação foi o primeiro passo dado com o Plano Real em direção a uma estratégia de desenvolvimento para economia brasileira. Todavia, a visão oficial condicionava o sucesso do programa de estabilização tanto à precisão de mecanismos de reforma monetária e desindexação, quanto ao ataque dos problemas de natureza mais fundamental, principalmente no tocante a situação fiscal e as relações do país com o exterior (FRANCO, 1999, p. 27).

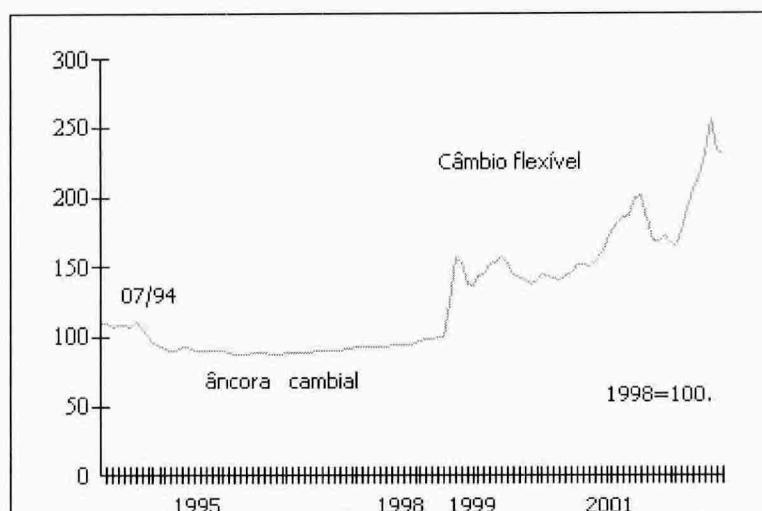
De maneira pontual, os passos da reforma monetária empreendida com o Plano Real foram: inicialmente foi vinculado ao Plano um programa de ajuste fiscal, justamente pela ênfase do programa no ataque aos problemas fundamentais da economia brasileira decorrente do modelo de desenvolvimento anterior; num segundo momento, foi realizada a reforma monetária, propriamente dita, através do estabelecimento de um novo indexador (unidade real de valor - URV) que, por sua vez, realizou a função de medida de valor neste período e permitiu o combate à inflação inercial sem o recurso do congelamento de preços; e, por último, a reforma monetária definitiva, ou seja, a troca da unidade de conta, peça auxiliar para apagar a memória inflacionária dos agentes econômicos (MERCADANTE, 1999, p. 142-46).

Para garantir a estabilidade macroeconômica, em complementação a reforma monetária, houve, também, a adoção de outras medidas de apoio ao processo de estabilização.

Em primeiro, houve a escolha de uma variável que estivesse sob o controle da autoridade monetária, neste caso, o câmbio, que ofereceria uma referência para o valor da moeda e, também, implicaria em criar uma disciplina para a criação de moeda ao longo do tempo (FRANCO, 1999, p. 46-7). Em geral, no final dos processos inflacionários tende a persistir um resíduo de inflação que gera, por sua vez, uma valorização da moeda e desajusta, de imediato, a paridade cambial (gráfico 2.1), porém essa valorização foi peça fundamental do Plano, pois acelera o processo de desinflação da economia (GOLDENSTEIN E SILVA LEME, 1995, p. 164-65). Logo no início do Plano Real a taxa de câmbio nominal atingiu 0,84R\$/US\$ (out. 1994)¹², a taxa de paridade R\$/US\$ apontou para uma apreciação real de mais de 13% em termos reais em julho de 1996 se comparado a dezembro de 1998 (gráfico 2.1).

¹² Taxa de câmbio R\$/US\$ comercial - compra - fim de período. BCB.Boletim/BP.

Gráfico 2.1: Taxa de Paridade R\$/US\$¹²¹³ (dez. 1998=100) entre 1994 e 2002



Fonte: IPEADATA.

Dados: Anexo 1.

Segundo Sachs e Larrain (1995, p. 527-28), a taxa de câmbio influencia diretamente a política anti-inflacionária por dois canais: primeiro, afeta os preços dos bens finais importados que, por sua vez, afetam diretamente os índices de preços; segundo, a taxa de câmbio tem probabilidade de alimentar diretamente os preços domésticos através da contenção dos preços de produtos intermediários (petróleo, metais primários e insumos agrícolas).

Outra decisão relevante tomada por parte da equipe econômica foi o acúmulo de reservas internacionais¹⁴, julgada necessária para uma estabilização bem-sucedida. Para Goldenstein e Silva Leme (1995, p. 163), a importância das reservas internacionais para a estabilização decorre da necessidade de se garantir "qualidade" aos ativos do Banco Central, pois permitiria uma reação a ataques contra a moeda nacional.

Outra importante medida para a estabilização monetária foi a intensificação do processo de abertura da economia (aliada a política cambial), pois, o maior acesso aos produtos comercializáveis implicaria na redução de preço dos mesmos

¹³ Calculada pelo expurgo do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) e do Índice de Preços ao Consumidor (IPC) americano da série nominal de taxa de câmbio real (R\$) / dólar americano (US\$).

¹⁴ Cabe lembrar que, nos anos 90 havia se observado a volta do acesso ao mercado internacional de capitais pelos países latino-americanos.

produtos. Segundo Arienti e Campos (2003, p. 39), a abertura, principalmente a comercial, afetaria principalmente os produtos *tradeables*, reduzindo seus preços e, enfim, a redução de preços teria um impacto muito positivo sobre o controle da inflação.

Apesar da funcionalidade do processo de abertura no controle inflacionário, a âncora cambial foi o mais importante instrumento utilizado para o controle de preços, ou seja, o centro da estratégia de estabilização de preços. Principalmente, quando se observa que a política cambial vigente naquele período alterou as estruturas da economia brasileira, inclusive o próprio processo de abertura. Nesse sentido, a nova política cambial, estabelecida com o Plano Real, muda drasticamente o grau de proteção que estavam sujeitas as empresas brasileiras (FRANCO, 1999, p. 115).

A expectativa do Governo era que alcançada a estabilização e consolidadas as reformas que lhe davam fundamentos, naturalmente seria deflagrado o desenvolvimento da economia brasileira (FRANCO, 1999, p. 14). Ou melhor, com o tempo, o destaque aos "fundamentos" deixou de ser apenas um esforço restrito ao equilíbrio fiscal e incorporou outros temas associados a remoção de constrangimento ao crescimento. A medida em que os fundamentos fiscais e monetários iam se consolidando, era natural que a agenda de estabilização se confundisse com a agenda do desenvolvimento (FRANCO, 1999, p. 28).

Em suma, a estabilização criava condições para um novo ciclo de crescimento econômico que teria seus contornos básicos definidos pelo processo de abertura, através de seus efeitos sobre o dinamismo tecnológicos do país.

Para Belluzo (2003, p. 41), os pilares da estratégia (estabilidade e abertura) se baseavam nos seguintes princípios: a estabilidade de preços cria condições para o cálculo econômico de longo prazo, estimulando o investimento privado; a abertura comercial impõe disciplina competitiva aos produtores localizados no país, forçando-os a realizar ganhos substanciais de produtividade; as privatizações e o investimento estrangeiro removeriam gargalos de oferta na indústria e na infra-estrutura, reduzindo custos e melhorando a eficiência; a abertura da conta de capital atrairia poupança externa em escala suficiente para complementar o esforço de investimento nacional e para financiar o déficit em conta corrente.

Portanto, a intensificação do processo de abertura, tanto comercial quanto financeira, balizaria um novo projeto de desenvolvimento que procurava se adequar às transformações ocorridas na economia mundial. Esse pressuposto foi a base da argumentação dos formuladores desta estratégia.

Nessa formulação, a abertura comercial¹⁵ desempenharia um papel fundamental, além do auxílio no controle inflacionário, na promoção de uma reestruturação produtiva da economia brasileira. Para Franco (1999, p. 42), existe uma correlação positiva entre produtividade e abertura. Segundo ele, a própria teoria da organização industrial explicaria o nexo entre abertura e produtividade a partir da clássica seqüência estrutura-conduta-desempenho: a mudança nos "fundamentos" da dinâmica da competição decorrente da abertura, ou seja, a mudança na estrutura de mercado, produz as condutas virtuosas que produzem mais eficiência. Assim, "neste contexto de abertura o investimento em tecnologia, qualidade e produtividade se torna uma necessidade" (*Ibidem*).

Porém, como contrapartida do processo de abertura comercial, poderia, segundo Arienti e Campos (2003, p. 39), no curto prazo, ocorrer o crescimento das importações e do déficit comercial. Entretanto, os mesmos autores ao analisarem o discurso dos formuladores da estratégia afirmam que, esse impacto inicial sobre as importações seria compensado, num médio prazo, pela tendência de crescimento das exportações por causa da redução do custo dos insumos. Todavia, os formuladores acreditavam que enquanto o crescimento das exportações não ocorresse, ao menos em magnitude do aumento das importações, o déficit na balança comercial e em conta corrente poderia ser financiado através do capital externo.

Outro pilar desta estratégia iniciada em meados da década de 1990 foi a intensificação do processo de abertura financeira. Um dos principais instrumentos para a intensificação deste processo foi o aumento na liberalização cambial, ou seja, a redução de controles sobre a movimentação de capitais externos. Nesse sentido, o processo de liberalização cambial facilitaria ao país o acesso ao mercado internacional de capitais. O que, segundo Belluzzo e Almeida (2002, p. 374), atrairia poupança externa em escala

¹⁵ Cabe apontar que, segundo Meurer e Samohyl,(2001, p. 113), a tarifa efetiva sobre produtos importados foi reduzida de 76,93% entre 1985/88, para 41,49% entre 1989/93 e para 20,69% entre 1994/97.

suficiente para completar os esforços de investimento domésticos e financiar o déficit em conta corrente.

Entre as medidas que intensificaram o processo de abertura financeira, segundo Gonçalves (1996, p. 137-41), estavam: a criação do segmento de taxas de câmbio flutuante para as transações relativas a viagens internacionais, e logo foram incorporadas outras transações (Resolução n. 1552, circular n. 1402); outra medida foi a autorização concedida aos bancos comerciais para operarem no mercado flutuante de câmbio; a criação das contas CC5 que permitiam a não-residentes operarem no mercado de venda e compra de divisas no Brasil (Carta circular n.5); a eliminação de imposto de renda suplementar sobre remessa de lucros e dividendos, bem como a redução do imposto pago sobre remessas de 25% para 15% (Cartas circulares n. 2165, 2198, 2266 e 2282); e, enfim, outras regulamentações foram feitas que aumentaram a liberalização cambial, como a normalização do funcionamento de sociedades de investimento, fundos de investimentos e carteira de títulos e valores mobiliários instituídos com base no capital estrangeiro.

Para os formuladores do Plano existia uma forte correlação positiva entre abertura (IDE) e produtividade nos anos 90, ou seja, um processo de convergência para os níveis de produtividade das economias desenvolvidas que podia se acentuar quando os níveis de investimento mostrassem alguma elevação dos níveis deprimidos em que se encontravam (FRANCO, 1999, p. 151). Nessa mesma linha, este argumento pode ser considerado parte da teoria de crescimento geralmente aceita no caso das economias abertas que, por sua vez, afirma que países com menor intensidade de capital e menor renda *per capita* crescerão mais depressa do que aqueles com taxas mais elevadas, porque possuem maior retorno sobre o capital (BRESSER-PEREIRA e NAKANO (2003, p. 6). Segundo esta teoria, portanto, se não houver restrições à mobilidade do capital, a poupança se movimentará e aumentará o investimento e o crescimento nos países com menor intensidade de capital.

Portanto, para os formuladores do Plano, o contexto internacional se apresentava muito favorável e, por isso, o Brasil não poderia ficar aquém destas "benesses". O primeiro passo, segundo a teoria aceita para economias abertas¹⁶, seria se

¹⁶ Ver, Sachs e Larraim, 1995, p. 643-653.

adequar a estas transformações e, portanto, intensificar o processo de abertura e promover um ambiente macroeconômico estável. Posto estas medidas em prática o desenvolvimento econômico seria "naturalmente" deflagrado.

Para a implementação da estratégia de desenvolvimento as autoridades acreditavam no pressuposto de que as novas condições de liquidez para os países emergentes seriam duradouras. Entretanto, a crença neste pressuposto não tornou claro os desdobramentos da estratégia em curso, principalmente, quanto ao aumento da vulnerabilidade da economia brasileira a choques externos.

CAPÍTULO III

3. O Plano Real e o aumento da vulnerabilidade externa.

Como visto no capítulo anterior, no momento da implementação do Plano Real o país contava com um estado de sobrelíquidez internacional que garantiu aos seus formuladores o estabelecimento de uma política cambial baseada em taxa de câmbio fixa. Esta estratégia dos formuladores de política econômica, quanto à política cambial, foi um dos principais instrumentos do plano de estabilização monetária. Para manter o influxo de capitais externos e a política cambial vigente, o Governo manteve em patamares elevados a taxa de juros.

Logo essa estratégia se definiria como um novo padrão para o financiamento externo da economia brasileira. O influxo de capital externo garantiria o equilíbrio do balanço de pagamentos, dado o déficit em conta corrente, e, por sua vez, criaria condições para manter a âncora cambial.

A persistência do déficit em conta corrente e de seu padrão de financiamento elevou de forma significativa a vulnerabilidade da economia brasileira à choques externos e outros fatores desestabilizadores.

Assim, se de um lado, a estratégia conseguiu reduzir o processo inflacionário e, num primeiro momento, elevar as taxas de crescimento econômico (ver tabela 3.1). De outro, elevou a vulnerabilidade externa e restringiu a implantação de políticas econômicas ativas de investimento e renda¹⁷.

Tabela 3.1: Indicadores macroeconômicos no momento inicial do Plano Real - 1994/97 (%).

| Ano | PIB* | Inflação** | Juros*** |
|------|------|------------|----------|
| 1994 | 5,8 | 1.093,9 | 1.135,64 |
| 1995 | 4,2 | 14,8 | 53,07 |
| 1996 | 2,7 | 9,3 | 27,13 |
| 1997 | 3,6 | 7,5 | 24,67 |

* Taxa de crescimento.

¹⁷ A restrição a implementação de políticas ativas de investimento e renda será melhor abordado no quinto capítulo.

** IGP-DI/FGV.

*** Taxa básica anual de juros variação nominal (%).

Fonte: Fundação Getúlio Vargas e Banco Central (dados selecionados).

Diante disso, o capítulo procura apresentar a relação entre o padrão de financiamento externo proposto e a vulnerabilidade da economia brasileira frente a choques externos. Para tanto, o capítulo se divide em duas seções. Na primeira será apresentada a definição de vulnerabilidade externa. Na segunda procura-se demonstrar como a estratégia de desenvolvimento implementada em meados da década de 1990 elevou a vulnerabilidade externa da economia brasileira.

3.1 Vulnerabilidade externa: definição

Foi visto no capítulo anterior que, a partir das décadas de 1980 e 1990, a economia mundial passou por um processo de profundas modificações, principalmente, no que se refere ao processo de globalização financeira. Estas transformações contribuíram para a retomada do acesso ao mercado financeiro internacional por parte dos países ditos emergente. Entretanto, se de um lado, estes países passaram a experimentar um maior influxo de capitais externos, de outro lado, tiveram que conviver com um certo grau de vulnerabilidade externa, dado a volatilidade destes fluxos de capitais.

Assim, quanto maior fosse a necessidade de atrair capitais externos para financiar o déficit em transações correntes maior seria o grau de vulnerabilidade da economia frente a choques externos e outros fatores desestabilizadores. Ou seja, quanto mais dependente do capital externo fosse o país, menor seria a sua capacidade de resistir a essas mudanças no volume de recurso direcionado ao país.

Uma definição para vulnerabilidade externa pode ser, então, a seguinte:

(...) uma baixa capacidade de resistência das economias nacionais diante de pressões, fatores desestabilizadores ou choques externos. A vulnerabilidade tem duas dimensões igualmente importantes: a primeira envolve as opções de resposta com instrumentos de política disponíveis; e a segunda incorpora os custos de enfrentamento ou de ajuste perante os eventos externos (JONES, 1995, p. 7 *apud* GONÇALVES, 1999, p. 36).

Não deve-se deixar de levar em consideração no estudo da vulnerabilidade externa, portanto, a influência das expectativas dos investidores estrangeiros a respeito do futuro da economia do país. A reversão das expectativas quanto aos *preços-chaves* da economia tenderia a provocar mudanças de estratégia destes investidores e, por sua vez, a retirada de recursos destes países.

Assim, parte da volatilidade e, portanto, da incerteza provém das mudanças de expectativas dos investidores. Segundo Sacks e Larrain (1995, p. 143), essas mudanças podem ser baseadas em evidências ou podem decorrer simplesmente de uma onda de otimismo ou pessimismo que varre a economia sem qualquer motivo aparente. Nesse sentido, as decisões sobre investimento e aplicação de recurso externo supõem uma especulação a respeito do futuro e uma reavaliação contínua do presente. No entanto, essas decisões não têm bases firmes, ou seja, não há fundamentos que possam livrá-las da incerteza e da possibilidade do risco sistêmico (BELLUZZO, 2001, p. 31).

Pode-se admitir, então, que o mercado internacional de capitais seria formado por agentes extremamente sensíveis a mudanças na avaliação das economias dos países onde haviam depositado suas expectativas de rendimento. Para Belluzzo (*Ibidem*), essa avaliação das economias dos países destinatários de recurso são convenções que dependem da correlação de forças entre credores e devedores e da percepção dos banqueiros centrais de que o risco de liquidez ou solvência podem precipitar uma crise sistêmica¹⁸.

O resultado, portanto, da elevada sensibilidade dos investidores e aplicadores externos aliados a assimetria de informação¹⁹ que ocorre nos mercados financeiros, tendem a gerar a volatilidade dos fluxos econômicos internacionais. A volatilidade, por sua vez, teria efeitos importantes sobre os países e, segundo Gonçalves (1999, p. 35), criaria um problema de vulnerabilidade para as economias nacionais.

A volatilidade dos fluxos internacionais manifesta-se para as economias

¹⁸ Para uma melhor abordagem sobre crise sistêmica ver: Belluzzo, 2001.

¹⁹ Esta visão é, segundo Belluzzo (2001, p. 30), a compartilhada pelos chamados novo-katnesiano. Estes atribuem a informação assimétrica o surgimento da fragilidade financeira. De outro lado, Belluzzo (2001, p. 30) afirma que, para o grupo chamado Minskyanos, a concorrência entre os possuidores de riqueza, os leva a tomarem decisões em condições de incerteza radical que, por sua vez, conduzem à fragilidade financeira.

nacionais sob duas formas: alterações na "quantidade" e no "preço" do capital externo. No caso de alterações na "quantidade" ocorrem, invariavelmente, mudanças no volume e na composição do recurso externo. As alterações de "preço" afetam as condições de captação de recurso externo, ou seja, mudanças no custo e no prazo do capital (GONÇALVES, 1999, p. 36).

Para resistir a essas alterações na "quantidade" e no "preço" do capital externo, as autoridades econômicas nacionais exercem o uso de políticas macroeconômicas tradicionais como: monetária, cambial e fiscal. Para restaurar a credibilidade e, conseqüentemente, restabelecer a "quantidade" e o "preço" do capital externo a equipe econômica do país deve aplicar medidas como: aumento na taxa de juros, diminuição dos gastos públicos ou a desvalorização do câmbio. Entretanto, essas medidas tendem a gerar efeitos negativos sobre outras variáveis econômicas, como: redução do investimento, queda no consumo e, conseqüentemente a redução do crescimento ou queda do produto interno bruto.

O primeiro passo possível para resistir aos efeitos de um choque externo seria o gerenciamento das reservas cambiais. Entretanto, segundo Gonçalves, 1999, p. 36), este gerenciamento pode levar ao esgotamento das reservas internacionais do país no curto prazo e, conseqüentemente, precipitar a ocorrência de uma crise cambial.

Por esse motivo, o mesmo autor afirma que com a redução das reservas internacionais a níveis muito baixos a equipe econômica local poderia optar por implementar políticas de estabilização macroeconômica. Estas políticas seriam baseadas na redução do nível de gastos e em outros instrumentos de política econômica que afetam quantidades (volume de produção, renda e gastos) e preços relativos (comercializáveis *versus* não comercializáveis). Além disso, poderiam optar também por alterações na política cambial, que têm efeitos diretos sobre as contas externas, e por isso são utilizados em situações limites.

A opção de manter a taxa de juros elevada e, com isso, garantir uma margem de arbitragem que estabilizasse os fluxos internacionais, geraria incertezas na economia, de tal forma, que prejudicaria os planos de investimento.

Num caso de excesso de liquidez internacional, a acumulação de reservas impõe um problema de controle da oferta monetária. A equipe econômica a fim de

reduzir a oferta de moeda gerada com o aumento de reservas lançaria títulos públicos no mercado e, assim, elevaria significativamente a dívida mobiliária federal.

Nesse sentido, portanto, pode-se afirmar também que a vulnerabilidade externa envolve, não somente a baixa capacidade de resistência à choques externo, como, também- os custos negativos desta resistência.

Cabe ressaltar, ainda, que o impacto mais direto e imediato da volatilidade do investimento externo, segundo Gonçalves (1999, p. 39), sobre a vulnerabilidade dos países seria decorrente do aumento do passivo externo de curto prazo. Para o autor, esse aumento tende a ser gerado pela importância crescente dos fluxos de investimento de portfólio com horizonte de curto prazo ou de natureza especulativa, como: aplicações em bolsas de valores e em títulos de renda fixa com maturidade reduzida. Assim, "parte substantiva dos ativos monetários das reservas internacionais ficaria comprometida com aplicações especulativas (...) e aplicações de curto prazo" (*Ibidem*).

O período pós implementação do Plano Real foi emblemático quanto a vulnerabilidade externa. Pois, foi neste período (1994-2002) que se observou um extraordinário aumento do grau da sensibilidade da economia brasileira a choques externos e outros fatores desestabilizadores.

3.2 O novo padrão de financiamento externo e o aumento da vulnerabilidade

Logo nos primeiros anos da implementação do Plano Real a economia brasileira deu sinais que se movia para uma situação, ainda que prevista pelos seus formuladores²⁰, de crescente desequilíbrio das contas externas. Como consequência imediata da política econômica implantada e da apreciação do câmbio, houve um significativo aumento nas importações que, por sua vez, não foi acompanhado imediatamente pelas exportações e, por isso, levou a uma reversão do saldo da balança comercial. Dado o estrutural déficit na balança de serviços e o baixo volume das transferências unilaterais, logo o déficit na balança comercial implicou na ampliação do déficit em transações correntes.

²⁰ Talvez não na magnitude com que ocorreu.

Com a ampliação do déficit em transações correntes, a captação de recursos financeiros no exterior passou a ser uma questão estritamente importante para manter em equilíbrio o balanço de pagamentos. O fato do país enfrentar no início do Plano Real um situação de sobrelíquidez internacional pode não ter deixado claro que esta crescente necessidade em atrair recursos no sistema financeiro internacional tornaria o país mais dependente das condições imperantes no mercado internacional de capitais.

Como mencionado no capítulo anterior, a intensificação do processo de abertura comercial, a pesar de iniciada ainda no início da década de 1990, foi um dos pilares do Plano Real. A redução tarifária e, conseqüentemente, o aumento da concorrência externa elevou de forma significativa as importações brasileiras. Segundo a tabela 3.2, as importações aumentaram de US\$25,2 bilhões em 1993 para US\$59,7 bilhões em 1997, enquanto, no mesmo período as exportações cresceram US\$14,4 bilhões. Logo, o saldo da balança comercial passou de um superávit de US\$13,3 bilhões em 1993 para um déficit de US\$6,75 bilhões em 1997.

Tabela 3.2: O saldo da balança comercial entre 1990 e 2002 (US\$: milhões)

| Período | Importações | Exportações | Saldo da balança comercial* |
|---------|-------------|-------------|-----------------------------|
| 1990 | 20.661,36 | 31.413,76 | 10.752,39 |
| 1991 | 21.040,47 | 31.620,44 | 10.579,97 |
| 1992 | 20.554,09 | 35.792,99 | 15.238,89 |
| 1993 | 25.256,00 | 38.554,77 | 13.298,77 |
| 1994 | 33.078,69 | 43.545,16 | 10.466,47 |
| 1995 | 49.971,90 | 46.506,28 | -3.465,61 |
| 1996 | 53.345,77 | 47.746,73 | -5.599,04 |
| 1997 | 59.747,23 | 52.994,34 | -6.752,89 |
| 1998 | 57.714,36 | 51.139,86 | -6.574,50 |
| 1999 | 49.210,31 | 48.011,44 | -1.198,87 |
| 2000 | 55.783,34 | 55.085,59 | -697,70 |
| 2001 | 55.572,18 | 58.222,64 | 2.650,47 |
| 2002 | 47.240,49 | 60.361,78 | 13.121,30 |

*FOB

Fonte: BCB/Sistema séries temporais.

Aliado a intensificação do processo de abertura comercial houve o que Gustavo Franco (1999, p. 115) chamou de: uma medida inesperada e de enorme amplitude que mudaria drasticamente o grau de proteção que estavam sujeitas as empresas brasileiras - a política cambial. Nesse sentido, segundo os formuladores do Plano, a apreciação cambial seria algo natural e correto que, por sua vez, manteria constante o poder de compra da moeda doméstica, dado o aumento da produtividade verificado desde o início da abertura (1990) (BARROS DE CASTRO, 1999, p. 69-70).

A valorização cambial (ver gráfico 2.1) observada neste período foi, em parte, causada pelo intenso fluxo de capitais externos, por sua vez, atraídos pelas altas taxas de juros domésticas.

Com o tempo, a reviravolta da balança comercial levou alguns críticos da política econômica implementada com o Plano Real a anunciar que a taxa de câmbio estava defasada ou sobrevalorizada²¹. Para Belluzzo (2001, p. 34), a sobrevalorização do câmbio suscitou o rápido crescimento do déficit na balança comercial.

Porém, enquanto para os críticos do Plano a taxa de câmbio estava "fora do equilíbrio", para os formuladores, a valorização do câmbio era resultado de um novo contexto macroeconômico, ou seja, os fundamentos do setor externo mudaram de tal maneira a partir do Plano Real que a taxa de câmbio poderia ter encontrado seu novo equilíbrio (FRANCO, 1999, p. 46).

No entanto, ficou evidente que com as mudanças na política econômica impostas pela implementação do Plano Real, a balança comercial sofreu uma reviravolta de tal forma que poderia ter apontado para uma perda de competitividade das empresas produtoras de bens comercializáveis internacionalmente a partir de 1994. Para Barros de Castro (1999, p. 67), "a sobrevalorização cambial estaria, em princípio, penalizando os investimentos destinados à produção de artigos internacionalmente comercializáveis (*tradeables*), premiando a aplicação em não-comercializáveis".

Para os críticos desta estratégia, os formuladores acreditavam numa redefinição das estruturas empresarias diante de uma mudança nos preços relativos da economia, entretanto, esta visão não levava em conta a insuficiente flexibilidade das

²¹ Franco (1999, p. 131) define defasagem ou sobrevalorização como uma taxa de câmbio fora do equilíbrio, ou seja, a moeda nacional está muito cara se comparada à moeda estrangeira.

estruturas produtivas no curto prazo. Segundo Barros de Castro (1999, p. 66), "em tais condições, o confronto de empresas domésticas com aquelas situadas numa ambiente que já transitou para a modernidade²² arriscaria detonar um processo em que a regressão (daquilo que já existia) tenderia a prevalecer sobre o desenvolvimento de novas oportunidades".

Em suma, a política econômica adotada com o Plano Real e a, conseqüente, apreciação cambial levou a uma reversão do saldo da balança comercial. Visto que a intensificação do processo de redução tarifária e a valorização do câmbio tornaram mais "baratos" os produtos importados, acabaram impondo uma perda de competitividade à empresas produtoras de bens comercializáveis internacionalmente.

Além da reviravolta do saldo da balança comercial, o próprio padrão de financiamento externo também pressionou o déficit em transações correntes, tendo em vista que as remessas ao exterior referentes a serviços e rendas se elevaram após 1994, porém este assunto será melhor debatido à frente. Conforme a tabela 3.3, o déficit em transações corrente elevou-se de US\$3,6 bilhões no início da década, para US\$10,65 bilhões em 1997.

²² Barros de Castro (1999, p. 66) entende por transição para a modernidade, a adequação ao novo paradigma tecnológico e organizacional, difundido ao longo da década de 1980.

Tabela 3.3: Composição do saldo em transações correntes entre 1990 e 2002 (US\$: milhões)

| Período | Balança comercial* | Balança de serviços e rendas | Transferências unilaterais | Transações correntes |
|----------------|---------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------|
| 1990 | 10.752,39 | -15.369,12 | 833,01 | -3.596,20 |
| 1991 | 10.579,97 | -13.542,84 | 1.555,42 | -3.799,84 |
| 1992 | 15.238,89 | -11.336,18 | 2.206,12 | -3.183,89 |
| 1993 | 13.298,77 | -15.577,05 | 1.602,40 | -5.245,55 |
| 1994 | 10.466,47 | -14.691,76 | 2.414,06 | -5.657,26 |
| 1995 | -3.465,61 | -18.540,51 | 3.622,41 | -7.482,95 |
| 1996 | -5.599,04 | -20.349,51 | 2.446,47 | -8.681,11 |
| 1997 | -6.752,89 | -25.522,27 | 1.822,91 | -10.646,03 |
| 1998 | -6.574,50 | -28.299,39 | 1.457,99 | -10.110,52 |
| 1999 | -1.198,87 | -25.825,30 | 1.689,39 | -6.976,90 |
| 2000 | -697,70 | -25.047,84 | 1.521,06 | -7.162,03 |
| 2001 | 2.650,47 | -27.502,52 | 1.637,52 | -7.759,31 |
| 2002 | 13.121,30 | -23.147,74 | 2.389,81 | -4.957,19 |

* FOB.

Fonte: BCB/Sistema séries temporais.

Apesar do movimento crescente, os formuladores do Plano acreditavam que o déficit em transações correntes seria adequadamente financiado pela entrada de capital externo. Para eles, os recursos externos, principalmente de longo prazo, se constituiriam em poupança externa para o desenvolvimento brasileiro. Como apresentado no capítulo anterior, o investimento externo contribuiria, segundo seus formuladores, pra o processo de reestruturação produtiva do Brasil. Em contraposição, para os críticos do Plano, a medida que se ampliava o déficit em transações correntes, este deixava de ser visto como mera captação de poupança externa, passando a ser entendido como consequência da dificuldade de gerar divisas (dado o câmbio vigente) (CASTRO, 1999, p. 67).

Enquanto crescia o déficit em transações correntes, aumentava, também, a necessidade de se atrair capitais externos a fim de financiá-lo. O gráfico 3.1 demonstra a estratégia de financiamento externo estabelecida com o Plano Real que consistia em financiar o déficit em transações correntes através da captação de recursos estrangeiros via conta de capitais. Assim, "considerando este contexto (...) o governo brasileiro não

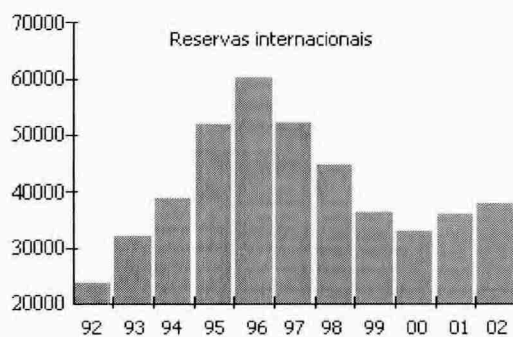
apenas elevou a taxa de juros interna, a fim de tornar o país um mercado atraente para o capital externo, como também criou um arcabouço institucional favorável à entrada e saída de capital (abertura financeira) (ARIENTI E CAMPOS, 2003, p. 48).

Com isso, se de um lado, a estratégia de atração de capital externo permitiu o financiamento do déficit comercial e, conseqüentemente, em transações correntes, de outro, a estratégia permitiu um acúmulo de reservas (gráfico 3.2) que foi condição indispensável para a utilização da âncora cambial e, por conseguinte, da reforma monetária.

Gráfico 3.1: O financiamento do déficit em transações correntes via conta de capital entre 1994 e 2002 (US\$: milhões)



Gráfico 3.2: Reservas internacionais: 1992-2002 (US\$: milhões).



* Conceito liquidez internacional.

Fonte: BCB/Sistema séries temporais

A partir desta perspectiva, a captação de recursos financeiros externos se tornou uma questão primordial para a equipe econômica. Pois, para manter em equilíbrio o balanço de pagamentos as autoridades deveriam atrair capitais externos na magnitude do crescente déficit em transações correntes. Não é demais esclarecer que, o pressuposto básico da estratégia de financiamento era que a inserção do país no mercado internacional de capitais garantiria um fluxo intenso e ininterrupto de recursos externos voluntário e, por isso, o padrão de financiamento estabelecido não acarretaria em problemas para a economia brasileira.

A tabela 3.4 apresenta alguns dados referentes ao fluxo de capital externo no período.

Tabela 3.4: Saldo da conta capital e financeira entre 1994 e 2002 (US\$: milhões)

| Período | Conta Capital e financeira |
|---------|----------------------------|
| 1994 | 8.692,21 |
| 1995 | 29.095,45 |
| 1996 | 33.968,07 |
| 1997 | 25.800,34 |
| 1998 | 29.701,65 |
| 1999 | 17.319,14 |
| 2000 | 19.325,80 |
| 2001 | 27.052,10 |
| 2002 | 8.004,43 |

Fonte: BCB/Sistema séries temporais.

Nota-se a partir dos dados da tabela 3.4, que houve um aumento no fluxo de capital estrangeiro no país após 1994. Este, por sua vez, refletiu, em grande parte, a necessidade crescente de financiamento externo que o país apresentava. Nos três primeiros anos do Plano (1994-1996) estes capitais eram principalmente fruto de aplicações de investidores estrangeiros em ações de companhias brasileiras e títulos de renda fixa. Num segundo momento, houve um elevado incremento dos investidores estrangeiros em participação no capital, isto é, investimento externo direto. A tabela 3.5 apresenta alguns dados que demonstram esta evolução do capital estrangeiro neste

período, num primeiro momento, proveniente de aplicação em ações e títulos e, num segundo, preponderantemente em investimentos diretos.

Tabela 3.5: Fluxo de investimentos e aplicações estrangeiros no país entre 1994 e 2002 (US\$: milhões)

| Período | Investimento direto | Carteira | Derivativos | Outros investimentos | Total |
|---------|------------------------|-----------|-------------|----------------------|-----------|
| 1994 | 2.149,90 | 54.046,80 | -27,42 | -30.547,00 | 25.622,27 |
| 1995 | 4.405,12 | 10.372,17 | 17,46 | 18.019,28 | 32.814,03 |
| 1996 | 10.791,68 | 22.021,66 | -38,34 | 10.989,11 | 43.764,13 |
| 1997 | 18.992,93 | 10.907,93 | -252,62 | -2.845,81 | 26.802,43 |
| 1998 | 28.855,61 | 18.582,20 | -459,84 | -2.893,10 | 44.084,87 |
| 1999 | 28.578,43 | 3.542,36 | -88,13 | -9.223,38 | 22.809,28 |
| 2000 | 32.779,24 | 8.650,78 | -197,39 | -15.212,53 | 26.020,10 |
| 2001 | 22.457,35 | 872,12 | -471,02 | 9.352,73 | 32.211,19 |
| 2002 | 16.590,20 | -4.797,42 | -356,20 | 2.149,61 | 13.586,20 |

Fonte: BCB/Sistema séries temporais.

Assim, na medida em que aplicava a estratégia de financiamento do déficit em transações correntes através da atração de capital externo, decorriam algumas conseqüências adversas. Uma das principais, era o uso intensivo da elevação da taxa de juros internas que, segundo Barros de Castro (1999, p. 67), permanecia virtualmente desconectada do retorno médio dos capitais da economia²³. Além disso, como conseqüência direta e imediata da estratégia de financiamento externo, houve o crescimento do passivo externo do país. Segundo Lacerda (2004, tab. 1), o passivo externo líquido brasileiro aumentou, entre junho de 1995 a junho de 2002, 52,7%.

O aumento do passivo externo no período refletiu não somente o aumento no estoque de capitais estrangeiros no país, como, também, o aumento da dívida externa brasileira. Enquanto, a estratégia de financiamento externo destinava-se a substituir um sistema baseado em crédito para um outro baseado em investimento estrangeiro, o que se observou foi um aumento na maior parte das modalidades de financiamento externo, tanto por investimento direto e, inicialmente, por aplicações em

²³ Este tema seá melhor abordado no capítulo quinto.

carteira, como, também, por um aumento no endividamento externo. Segundo dados da tabela 3.6 a dívida externa aumentou em quase US\$100 bilhões nos cinco primeiros anos do Plano Real.

Tabela 3.6: Dívida externa brasileira: 1994-2002 (US\$: milhões)

| Período | Dívida externa total |
|----------------|-----------------------------|
| 1994 | 148.295,20 |
| 1995 | 159.256,00 |
| 1996 | 179.934,00 |
| 1997 | 199.997,50 |
| 1998 | 241.643,63 |
| 1999 | 241.468,84 |
| 2000 | 236.156,61 |
| 2001 | 209.934,26 |
| 2002 | 210.711,32 |

Fonte:BCB/Sistema séries temporais.

Para Belluzzo (2002, p. 59), "na verdade o uso abusivo da âncora cambial e dos juros elevados desestimulou os projetos voltados para as exportações e aumentou a participação da propriedade estrangeira no estoque de capital". Para ele, esses foram os fatores que levaram ao crescimento exagerado do passivo externo brasileiro.

O grande problema desta estratégia de financiamento foi que se num primeiro momento esta situação poderia garantir um equilíbrio no balanço de pagamentos. Num segundo momento, a persistência desta situação poderia trazer problemas e agravar desequilíbrios entre as contas do balanço de pagamentos e, por conseguinte, aumentar a necessidade de entrada de novos capitais estrangeiros. O maior problema associado ao aumento do passivo externo estava na pressão que este exercia sobre o balanço de pagamentos. Ou seja, o incremento do passivo externo líquido gerava uma permanente remessa de recursos ao exterior, dados que as diversas modalidades de financiamento externo tinham seu custo.

A contrapartida, portanto, da estratégia de financiamento externo foi um elevado crescimento das remessas ao exterior, tanto por parte das rendas de

investimentos externos, como na amortização da dívida externa. Segundo dados da tabela 3.7, nos cinco primeiros anos do Plano real o volume de rendimentos enviados a investidores e aplicadores estrangeiros aumentou em US\$10 bilhões.

Tabela 3.7: Serviço do passivo externo do Brasil: juros, lucros e amortizações: 1994-2002.

| Período | Rendas de investimento* | Amortizações** |
|---------|-------------------------|----------------|
| 1994 | -8.903,30 | -84.489,30 |
| 1995 | -10.897,59 | -12.866,20 |
| 1996 | -11.608,79 | -19.393,72 |
| 1997 | -14.926,12 | -19.136,23 |
| 1998 | -18.292,07 | -35.535,84 |
| 1999 | -18.990,42 | -47.168,84 |
| 2000 | -17.965,00 | -36.812,80 |
| 2001 | -19.838,30 | -26.779,02 |
| 2002 | -18.292,31 | -37.554,10 |

*receita - despesa.

**Pagas e refinanciadas.

Fonte: BCB/Sistema séries temporais.

Nesse sentido, é importante salientar o aumento nas remessas enviadas ao exterior referentes a rendas de investimento em carteira. Enquanto, entre 1994 e 2001, a renda proveniente de investimento externo direto cresceu US\$0,3 bilhões, a renda referente a investimento em carteira aumentou de US\$0,9 bilhões em 1994 para US\$9,6 bilhões em 2001 (tabela 3.8). Este aumento refletiu, em parte, a forte atração deste capital frente as elevadas taxas de juros praticadas pela economia após a implementação do Plano Real, pois grande parte deste volume foi decorrente do aumento nas despesas com títulos de renda fixa (segundo dados do Banco Central:BCB/Boletim/BP).

Tabela 3.8: Rendas de investimento externo: 1994-2002 (US\$: milhões)

| Período | Rendas de IED* | Rendas de IEC** | Rendas de OI*** |
|---------|----------------|-----------------|-----------------|
| 1994 | -4.333,98 | -918,24 | -3.651,08 |
| 1995 | -2.545,36 | -3.949,04 | -4.403,19 |
| 1996 | -2.194,18 | -4.191,43 | -5.223,18 |
| 1997 | -4.581,26 | -5.635,12 | -4.709,73 |
| 1998 | -5.584,80 | -6.949,72 | -5.757,54 |
| 1999 | -3.663,76 | -7.709,80 | -7.616,85 |
| 2000 | -3.238,88 | -8.544,99 | -6.181,13 |
| 2001 | -4.638,23 | -9.620,75 | -5.579,31 |
| 2002 | -4.982,91 | -8.384,42 | -4.924,97 |

*IED: Investimento externo direto.

**IEC: Investimento externo em carteira.

***OI: Outros investimentos.

Fonte: BCB/Sistema séries temporais.

Em suma, enquanto a política econômica implantada com o Plano Real provocou um aumento no déficit em transações correntes, a estratégia para seu financiamento acarretou na própria ampliação deste déficit. A medida que aumentava o influxo de recursos externos a fim de financiar o déficit em transações correntes, aumentava também o volume de compromissos externos assumidos pelo país - o passivo externo. Claro que quando investidores ou aplicadores estrangeiros colocavam seus recursos no país aguardavam retorno, seja ele sob a forma de juros, lucros ou dividendos. Logo, o aumento do passivo externo brasileiro acarretou num aumento do déficit da balança de serviços e rendas e, por conseguinte, do déficit em transações correntes.

Este ciclo se completa quando, dado a ampliação do déficit em transações correntes, a equipe econômica teve que direcionar a política macroeconômica a fim de atrair um maior volume de recurso externo capaz de financiá-lo. Portanto, o novo padrão de financiamento externo era parte de um modelo que em sua estrutura foi responsável pelo aumento da vulnerabilidade externa.

Assim, segundo Belluzzo (2002, p. 60), "ao contrário do processo de endividamento dos anos setenta que financiou, direta ou indiretamente, projetos destinados a substituir importações e/ou a estimular as exportações, a nova etapa de financiamento externo aumentou consideravelmente a vulnerabilidade da economia

brasileira".

Cabe apontar que, apesar do maior fluxo de investimento direto estrangeiro, principalmente entre 1997 e 2000, ou seja, apesar do financiamento externo ter se dado neste período, em parte, com recursos de longo prazo, não significou uma redução da vulnerabilidade externa. Para Arienti e Campos (2003, p. 52), significou "apenas uma mudança na qualidade da vulnerabilidade externa da economia brasileira".

Assim, logo após os primeiros anos da implementação do Plano Real os problemas decorrentes do novo padrão de financiamento externos começaram a se mostrar crescentemente onerosos. Por um lado, houve o aumento do passivo externo e de seu serviço causado pela deterioração do saldo em transações correntes. E, por outro lado, a elevação da taxa de juros passou a gerar despesas financeiras significativas, resultado da política de esterilização, que procurava neutralizar os efeitos do influxo de capitais externos sobre o nível de liquidez da economia através da elevação da dívida pública²⁴.

Com o passar do tempo - e diante das crises que sacudiram os mercados financeiros no Governo FHC²⁵ - o espaço de manobra para esta estratégia passou a diminuir, principalmente, quando o resto do mundo deixou de financiar o Brasil e a rolagem da dívida interna passou a ser feita a taxas de juros proibitivas (GIAMBIAGI, 2003, p. 178).

"Depois de três ataques especulativos contra o Real o instrumento clássico de combate a esses ataques - a alta taxa de juros - não mais se mostrava, portanto, suficiente para debelar o problema" (*Ibidem*). Logo, o desfecho desta situação no início de 1999 foi a desvalorização cambial.

Inicialmente, a maxidesvalorização cambial (ver gráfico 2.1) provocou a redução do déficit na balança comercial (ver tabela 3.1). Não deve-se deixar de identificar que, além da desvalorização cambial, o saldo da balança comercial foi influenciado pela redução do nível de atividade no período e do aumento nos preços internacionais dos *comodities* agrícolas (PRATES, 2003).

A reversão do déficit na balança comercial não deve desqualificar a

²⁴ Este tema será melhor apresentado no capítulo cinco.

²⁵ As crises externas que afetaram a economia do país serão apresentadas no quinto capítulo.

crítica a estratégia de financiamento externo estabelecida com o Plano Real, pois, seus efeitos sobre a economia perduraram durante todo o período.

Vale mencionar que, nesse sentido, o redirecionamento da política monetária acarretou na seguinte situação: enquanto a política econômica se concentrava em garantir condições atrativas para a entrada de capital externo, deixava de se dirigir para várias formas de apoio ao desenvolvimento, como política industrial e tecnológica. À medida que, para cumprir com objetivos de curto prazo, isto é, o equilíbrio do balanço de pagamentos, o Governo gradualmente teve que abrir mão da continuidade da estratégia de desenvolvimento que se esboçava no início da década 1990.

Estas foram, portanto, as faces de um modelo gerador de vulnerabilidade externo, agravado pela nova etapa de financiamento externo da economia brasileira.

Assim, relembrando a definição de vulnerabilidade externa apresentada na primeira seção, a dependência da economia brasileira ao capital externo não só deixou o país com uma baixa resistência a choques externos, como elevou, e muito, os custos de se resistir aos efeitos destes choques. Ou seja, a economia brasileira se tornou tão vulnerável externamente, quanto maiores foram os custos econômicos decorrentes da política de resistência estabelecida com os desdobramentos do Plano Real.

CAPÍTULO IV

4. VULNERABILIDADE EXTERNA: INDICADORES.

Como observado no capítulo anterior, os efeitos da configuração da política econômica, após a implementação da nova estratégia para o crescimento econômico brasileiro, teriam contribuído para o aumento da vulnerabilidade externa da economia do país. Nesse sentido, os processos de abertura comercial e financeira, conjugados à nova política cambial, levaram ao aumento da dependência da economia brasileira à entrada de recursos externos. Isso, por sua vez, ocorreu, principalmente, à medida que se elevou a necessidade de obtenção de financiamentos externos para sustentar os déficits em conta corrente e as reservas internacionais em níveis que pudessem evitar uma crise do balanço de pagamentos. A necessidade de superávits na conta de capital, em parte, contribuiu para elevar a sensibilidade da economia brasileira à possíveis alterações no fluxo de capital externo direcionado ao país.

Para defender esta hipótese mais específica, o capítulo procura apresentar uma série de conhecidos indicadores de vulnerabilidade externa que possam, de alguma maneira, tornar evidente o aumento da fragilidade externa do país após a implementação do Plano Real.

Para isso, os indicadores se referem a três grupos: saldo em transações correntes, dívida externa e passivo externo. Cabe, então, informar que, o primeiro indicador relaciona o saldo em transações correntes ao PIB e, assim, se propõe a uma medida do grau de vulnerabilidade através da evolução da necessidade de financiamento externo. O segundo, procura indicar os problemas de credibilidade causados pelo endividamento externo, como indicador será usado a relação dívida externa sobre exportações. O terceiro, e último indicador, analisa as conseqüências do novo padrão de financiamento sobre o passivo externo líquido. Nesse sentido, o passivo será relacionado tanto ao PIB quanto às exportações.

4.1 O saldo em transações correntes.

A análise das contas que compõem o balanço de pagamentos pode ser

uma importante referência à aplicação de uma medida para o grau da vulnerabilidade externa da economia brasileira no período entre 1994 e 2002. O mais conhecido caminho para a aplicação desta medida, segundo a análise do balanço de pagamentos, é a evolução do saldo em transações correntes.

O saldo em transações correntes é o resultado de uma das principais contas que compõe o balanço de pagamentos. Nesta conta são registradas as movimentações de bens tangíveis e intangíveis que a economia brasileira transaciona com o resto do mundo. Quanto a este saldo, Meurer e Samohyl (2001, p. 36) afirmam que, caso seja negativo, o país está utilizando poupança externa, isto é, o país está gastando em moeda de aceitação internacional mais do que gera e, portanto, deve financiar esta diferença através da entrada de recursos provenientes do exterior.

Desta forma, observar a magnitude do saldo em conta corrente, evidente que quando negativo, pode se tornar um importante indicativo para o aumento da vulnerabilidade externa no período. Um aumento no déficit desta sub-conta eleva a necessidade de financiamento externo para manter em equilíbrio o saldo geral do balanço de pagamentos, caso as autoridades econômicas não queiram reduzir o nível de reservas, o que por sua vez também seria encarado como um aumento de vulnerabilidade externa. Assim, caso o déficit em transações correntes se repetir por determinando período haverá a necessidade da entrada de recursos externos para se manter o equilíbrio no balanço de pagamentos. Como visto no capítulo anterior, foi este ciclo de repetições entre déficit corrente e necessidade de entrada de capital externo, com objetivo de manter o saldo total do balanço de pagamentos equilibrado, que teria contribuído para o aumento da dependência ao recurso externo por parte da economia brasileira. Para Delfim Netto (1998, p. 153), esta forma de financiamento elevou a vulnerabilidade da economia, ou seja, "... o risco que corremos para financiar este processo é imenso e crescente, principalmente porque dependemos de fatores sobre os quais não temos controle".

4.1.1 A relação entre o saldo em transações correntes e o PIB.

Com o objetivo de propor uma medida para o grau de vulnerabilidade

externa da economia brasileira no período entre 1994 e 2002, esta seção faz uma análise da vulnerabilidade através da relação entre o saldo em transações correntes e o PIB.

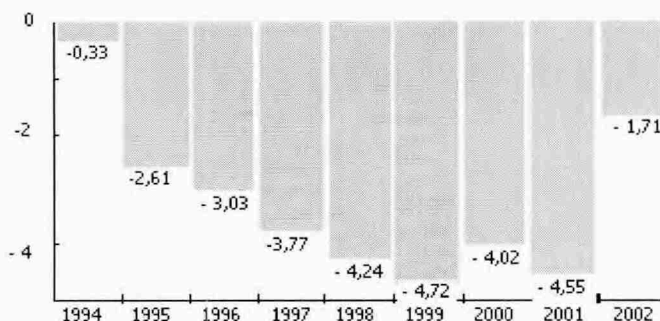
Vale mencionar que Gustavo Franco (1999, p. 58) defendeu o uso indicador como: "... uma das maneiras mais comuns de se medir a sustentabilidade do 'equilíbrio externo' é propor uma observação do tamanho do déficit em conta corrente". Outro autor a defender o uso do indicador como uma medida para o grau de vulnerabilidade externa foi Mercadante (1999, p. 153-4), que afirmou: "o déficit em conta corrente em relação ao PIB é uma das variáveis explicativas importantes para caracterizar países expostos à crise cambial".

Diante disso, para a construção do indicador será utilizada uma série de dados anuais do saldo em conta corrente e do produto interno bruto brasileiro (em US\$) no período 1994-2002.

A grande importância do indicador é estabelecer, de alguma maneira, um valor para o déficit em transações correntes que poderia alterar negativamente as expectativas dos investidores e aplicadores externos quanto a possíveis dificuldades em equilibrar o balanço de pagamentos. Por isso, no que diz respeito a um valor suportável ou financiável para o déficit em conta corrente/PIB, Mário Henrique Simonsen (*apud*, CASTRO, 1999, p. 96) e Delfim Netto (1998, p. 151) afirmam que: não haveria problemas em um déficit corrente de até 2% do PIB. Entretanto, Gustavo Franco (1999, p. 58) estabelece um valor mais elevado para um déficit em conta corrente sustentável. Para ele, o nível correto e prudente para o déficit em transações correntes "... é alguma coisa intermediária que se parece com o observado para o conjunto das chamadas economias emergentes, e que parece se situar na casa dos 3% do PIB".

O gráfico 4.1 procura apresentar a evolução deste indicador do grau de vulnerabilidade externa, com o objetivo principal de confrontá-lo aos limites sustentáveis apontados pelos autores previamente citados, e conseqüentemente apontar para uma reversão das expectativas externas quanto a sustentabilidade do equilíbrio do balanço de pagamentos brasileiro.

Gráfico 4.1: A relação entre o saldo em transações correntes e o produto interno bruto (US\$)* entre 1994 e 2002 (%).



* PIB (câmbio médio - anual).

Fonte: BCB/Boletim/BP e BCB/Boletim/Ativ. econ. *apud* Ipeadata.

Como visto anteriormente, após a implementação do Plano Real as contas que compõem o balanço de pagamentos brasileiro sofreram profundas mudanças. Tanto o saldo da balança comercial como o de conta corrente²⁶ reverteram sua condição, de superavitária para um saldo negativo, após a implantação do Plano Real. Esta mudança fica mais evidente a partir de alguns dados, por exemplo, o saldo da balança comercial que era de US\$15,2 bilhões em 1992, atingiu um déficit de US\$3,5 bilhões em 1995. Adicionalmente, o saldo em conta corrente passou de um superávit de US\$6,1 bilhões em 1992 para um déficit de US\$33,42 bilhões em 1998, o que apontou para uma elevação da necessidade de financiamento externo²⁷.

Logo, uma conclusão emerge dos números da figura 4.1. Note-se, o déficit em conta corrente sustentável, segundo autores citados no início da seção, de 2% a 3% só foram observados nos dois primeiros anos da série. O aumento do déficit em conta corrente, portanto, passou a ser, no mínimo, preocupante. Atingiu 4,72% do PIB em 1999 e representou uma elevada necessidade de recursos externos para equilibrar o balanço de pagamentos naquele ano.

Não deve-se deixar de lembrar que, como mencionado anteriormente, além da reversão do saldo da balança comercial a estratégia de financiamento externo estabelecida com o Plano Real elevou de forma significativa o déficit na balança de

²⁶ O saldo em transação correntes se tornou negativo a partir de 1993, quando passou de um superávit de US\$6,1 bilhões em 1992 para um déficit de US\$0,6 bilhões em 1993 (Fonte: BCB/Boletim/BP).

²⁷ *Ibid.*

serviços e rendas.

No período entre 1997 e 1998, a economia brasileira sofreu os impactos das crises no Leste Asiático e na Rússia²⁸. A crise nestes países alterou as expectativas dos investidores internacionais quanto a sustentabilidade das economias que compartilhavam características semelhantes, principalmente quanto ao endividamento externo. Para Roberts (2003), estas crises representaram grandes choques para o sistema financeiro internacional que minaram a confiança dos investidores externos.

Segundo o gráfico 4.1, neste período 1997-98 o déficit em conta corrente ultrapassou 4% do PIB, passando de 3,77% em 1997 para 4,24% em 1998.

Os números do gráfico 4.1 indicam que a política econômica implementada com o Plano Real implicou em um aumento do déficit em transações correntes. Porém, as autoridades econômicas acreditavam que este déficit seria temporário e, ao longo do período, poderia ser financiado por várias formas de captação de poupança externa existentes nos itens da conta de capital. Por outro lado, os críticos da política econômica implementada apontavam que o aumento no déficit em transações correntes era sinal claro do aumento do risco de uma crise cambial.

Assim, como contrapartida do recorrente crescimento do déficit do balanço de pagamentos em transações correntes, a capacidade de financiamento do setor externo da economia brasileira tornou-se frágil, o que elevou o risco eminente de uma crise cambial no país, principalmente em situações nos quais os fluxos de capitais internacionais para países emergentes passaram a ser arrefecidos toda vez que ocorria crises cambiais (FERRARI-FILHO, 2003, p. 122-3).

Com o índice atingindo 4,72% em 1999, houve um aprofundamento no debate econômico sobre a continuidade da política cambial que vinha mantendo este equilíbrio no resultado geral do balanço de pagamentos. Havia uma poderosa corrente de opinião que propunha mudanças na política cambial do país, pois acreditava-se que o regime cambial adotado desde 1994 era incompatível com a situação das contas externas do país.

Em consequência disso, em 1999, o Governo alterou os rumos da política

²⁸ Uma apresentação mais detalhada a cerca dos impactos das crises externas sobre a economia brasileira será apresentado no próximo capítulo.

cambial e estabeleceu o regime flexível de câmbio. Sobre este período de mudança na política cambial brasileira, Ferrari-Filho (2003) afirmou que:

"... as repetidas crises financeiras - tais como (...), do Leste Asiático e da Rússia - em um curto período de tempo, além de provocarem um cenário internacional de desaquecimento da economia mundial, com conseqüência sobre a redução de liquidez internacional, contribuíram para a deterioração dos fundamentos macroeconômicos, o que resultou na ruptura da política cambial do Plano Real. Em janeiro de 1999, o Governo finalmente admitiu a apreciação da taxa de câmbio e, por conseguinte, abandonou o regime cambial até então vigente: a taxa de câmbio relativamente fixa - isto é, a âncora cambial - foi substituída por uma política de câmbio flexível" (p. 293).

Segundo dados do gráfico 4.1, a partir da mudança do regime cambial houve uma queda lenta e gradativa da relação déficit em conta corrente e o PIB. A mudança na política cambial estabeleceu uma nova condição para o balanço de pagamentos do país, isto é, o déficit em transações corrente se reduziu gradativamente, passou de US\$25,3 bilhões em 1999 para US\$7,6 bilhões em 2002. Logo, a relação entre o saldo em conta corrente e o produto interno atingiu -1,71% em 2005.

Para entender o comportamento do indicador em 2001 temos que avaliar o efeito da desvalorização cambial tanto no numerador quanto no denominador. Como o PIB, neste caso, é medido em dólares, a máxidesvalorização cambial ocorrida a partir de 1999 influenciou o comportamento do saldo em transações correntes, mas também provocou uma queda no PIB medido em dólares. Por isso, em 2001, apesar da redução do déficit em transações correntes o índice aumentou, dada a redução no PIB (STC/PIB).

Assim, a mudança no regime cambial e, como apresentado no capítulo anterior, o aumento no preço das *comodities* agrícolas e a redução do nível de atividade da economia brasileira, estabeleceram uma nova conjuntura que influenciou o balanço de pagamentos do país neste período. A mudança se deu, quase que exclusivamente, na balança comercial em 2002, que atingiu o superávit de US\$13,2 bilhões (tabela 3.2). Como conseqüência disso, o que se observou foi uma redução neste indicador de vulnerabilidade da economia brasileira.

Entretanto, o que se observou durante a maior parte do período foi um

aumento na vulnerabilidade externa do país, como apontou o indicador STC/PIB. Assim, o elevado déficit em transações correntes, acima dos níveis de segurança²⁹, colocou a economia brasileira durante este período em uma situação de extrema fragilidade externa e, apesar de temporário, como afirmavam os formuladores, não se revelou curto. E, além disso, a premissa da disponibilidade de recursos externos, esperada por uma tranquilidade no mercado financeiro internacional, de fato não ocorreu.

Além disso, apesar da redução do déficit em transações correntes observada no final do período, o padrão de financiamento externo estabelecido com o Plano Real acarretou em um fluxo negativo na balança de serviços e rendas de mais de US\$10 bilhões de dólares se comparado ao início da década de 1990 (tabela 3.3). Portanto, esta situação para a economia brasileira, ainda pode indicar a permanência de um elevado grau de vulnerabilidade externa, dadas as questões levantadas sobre a sustentabilidade do crescimento das exportações.

4.2 A relação entre dívida externa e as exportações.

Esta seção propõe uma medida para o grau da vulnerabilidade externa da economia brasileira através da relação entre a dívida externa e as exportações. Para Bresser-Pereira e Nakano (2003, p. 11) "... existe um limite de endividamento que os países em desenvolvimento não devem ignorar". Esse limite pode ser demonstrado através de alguns indicadores, principalmente os que relacionam-se com a evolução da dívida externa. Por isso, no que se refere a metodologia do indicador, para o cálculo do índices das relações dívida externa/PIB e dívida externa/exportações serão utilizados dados da dívida externa bruta total (registrada e não registrada), do PIB medido em dólares e das exportações (fob) brasileiras no período entre 1994 e 2002³⁰.

Sobre a importância da análise da dívida externa como indicativo da vulnerabilidade externa, Meurer & Samohyl (2001, p. 110) chamam a atenção que:

²⁹ Estabelecidos pelos críticos e defensores da política econômica do Plano Real como algo em torno de 2% a 3% do PIB.

³⁰ Fonte dos dados: BCB/séries temporais e BCB/Boletim/BP, disponíveis em: <<http://www.bcb.gov.br>, acessado em: 15/05/2005.

deve-se analisar o comportamento da dívida externa não apenas pelo seu valor absoluto, mas também fazendo comparações com o PIB do país e com seu volume de exportações. Segundo eles, caso estes indicadores sejam desfavoráveis, isto é sinal de que o país se apresenta vulnerável à acontecimentos externos desfavoráveis. Adicionalmente, Bresser-Pereira & Nakano (2003, p. 11) afirmam que o fato do país assumir novas dívidas para financiar os déficits em conta corrente tem um limite. Para eles, depois de um certo nível o excesso de dívida começaria a ter efeitos negativos sobre a estabilidade macroeconômica e o crescimento econômico, de tal forma que seria melhor para o país interromper suas relações de dívida (dívida externa/PIB e, sobretudo, dívida externa em relação às exportações).

No que diz respeito, portanto, a uma medida para o limite do endividamento, ou seja, um nível prudente para os indicadores dívida externa/PIB e dívida externa/exportações alguns autores e instituições fazem as seguintes considerações. Para Simonsen & Cysne (1995 *apud* BRESSER-PEREIRA e NAKANO, 2003), um país com uma relação dívida/exportações inferior a dois está em situação confortável; entre 2 e 4, está em situação duvidosa, e está em situação crítica se essa relação for superior a 4. Nesse sentido, o Banco Mundial e Cohen (*Ibidem*), também, estabelecem limites para o endividamento externo. Segundo o primeiro, o limite está em 220% na relação dívida externa/exportações e 80% na relação com o PIB, possivelmente, porque a maior parte dos episódios de crise da dívida e de renegociação aconteceu dentro desses limites. Para Cohen (*Ibidem*), os valores limites dos indicadores podem ser mais baixos: quando a relação com as exportações atinge 200% e com o PIB, 50%, a probabilidade de reescalonamento aumenta e o efeito sobre o crescimento se torna significativamente negativo.

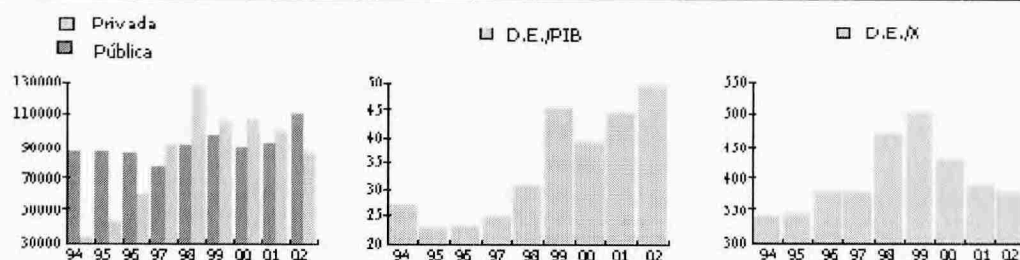
No capítulo anterior, foi mencionada a mudança no padrão de financiamento externo após a implementação do novo projeto para o crescimento do país. Nessa linha, se indicou um aumento no financiamento do déficit em conta corrente através da entrada de investimento estrangeiro. Como afirmou Batista Jr (1998, p. 124), "a conta de capitais mudou muito".

Porém, apesar das evidências da mudança na composição da conta de capital, não se observou uma redução do endividamento externo. Ao analisar os dados

da tabela 4.2, essa negação ficou comprovada com o aumento de quase US\$100 bilhões, em quatro anos, no estoque da dívida externa, que passou de US\$148,2 em 1994 para US\$241,64 bilhões em 1998. Isto fica mais evidente quando se observa o comportamento dos indicadores, pois, neste período houve um aumento tanto do indicador que compara a dívida externa ao PIB, como do que relaciona a dívida às exportações. Portanto, mesmo com a mudança no padrão de financiamento externo do país, ocorreu um aumento no estoque da dívida externa brasileira.

Tabela e gráfico 4.2: A dívida externa pública, privada e as relações entre a dívida externa bruta total* e o PIB** e as exportações no período 1994-2002 (%).

| Período | Dívida externa pública | Dívida externa privada | Dívida externa total | D.E./PIB (%) | D.E./X (%) |
|---------|------------------------|------------------------|----------------------|--------------|------------|
| 1994 | 86.864 | 32.804 | 119.668 | 27,3 | 340,6 |
| 1995 | 87.168 | 42.145 | 129.313 | 22,6 | 342,4 |
| 1996 | 84.229 | 59.863 | 144.092 | 23,2 | 376,9 |
| 1997 | 76.205 | 91.555 | 167.760 | 24,8 | 377,4 |
| 1998 | 92.020 | 128.328 | 220.348 | 30,7 | 472,5 |
| 1999 | 97.448 | 105.891 | 203.339 | 45,0 | 502,9 |
| 2000 | 89.883 | 106.296 | 196.179 | 39,2 | 428,7 |
| 2001 | 92.818 | 99.903 | 192.721 | 44,3 | 388,3 |
| 2002 | 110.355 | 85.232 | 195.367 | 49,6 | 377,2 |



* Referem-se a dados de dezembro do ano.

** PIB (câmbio médio - anual)

Fonte: BCB/Boletim/BP e BCB/Boletim/Ativ. econ. *apud* Ipeadata.

Parece claro que parte do aumento no estoque da dívida externa entre 1994 e 1999 ocorreu pela elevação do endividamento privado. Enquanto a dívida externa pública aumentou US\$5,1 bilhões entre 1994 e 1999, o endividamento externo privado se elevou em 95,5 bilhões no mesmo período (tabela 4.2). Entre os principais

motivos do aumento da captação de dólares pelo setor privado estavam: os diferenciais nas taxas de juros e a confiança na política cambial. Segundo Cintra & Prates (2004, p. 24), o principal responsável por esse crescimento foi, sobretudo, o setor privado. Para os autores, os empresários estavam confiantes na política cambial de minibandas e de lentas desvalorizações do Real e, por isso, empresas brasileiras e subsidiárias de multinacionais aumentaram seus níveis de endividamento no exterior.

Todavia, a partir de 1999, com a adoção do regime de câmbio flutuante, o fluxo líquido de recursos em moeda estrangeira para o setor privado tornou-se negativo. Ou seja, as empresas passaram a reduzir seu endividamento em moeda estrangeira, dado o aumento no risco cambial. Neste período, houve uma inversão do processo, enquanto o setor privado diminuiu a captação de dólares, o Governo aumentou sua participação no estoque da dívida externa total (tabela 4.2).

A propósito, parte dos empréstimos captados pelo governo após 1998 teriam sido para conter a desvalorização do câmbio e a redução das reservas. Por isso mesmo, o Governo contraiu os seguintes empréstimos com o FMI: US\$4,8 bilhões (1998), US\$6 bilhões (1999), US\$6,8 bilhões (2001) e US\$16 bilhões (2002) (BCB/Boletim/BP). Portanto, boa parte destes empréstimos teria contribuído para o aumento do endividamento público após 1999.

Em suma, mesmo com as mudanças nas origens do financiamento externo à economia brasileira, passando de empréstimos e emissões de títulos para uma maior atração de investimentos externos a partir da década de 1990, houve um aumento no estoque da dívida externa do país, principalmente entre 1996 e 1998. Sobre este aumento, se observou que grande parte esteve associada a confiança do setor privado na política cambial e ao diferencial nas taxas de juros que, portanto, teriam contribuído para o aumento do endividamento externo privado.

Deve-se fazer, entretanto, uma ressalva, pois o endividamento externo por si só não se constituiu em um mal absoluto para a economia. Ou seja, estes recursos poderiam ser um meio para financiar um aumento na capacidade produtiva, o que por sua vez, poderia gerar renda futura e, além disso, gerar divisas por meio do incremento das exportações. Logo, o aumento no endividamento externo permitiria o pagamento de seu serviço futuro.

Por isso, deve-se acrescentar a análise do valor absoluto da dívida externa, comparações com o PIB e as exportações. A comparação com esses indicadores pode indicar se o aumento recente do endividamento externo brasileiro contribuiu, de alguma forma, para a geração de renda e de divisas.

De fato, os indicadores apontaram para um crescimento do endividamento externo acima da capacidade do país em gerar renda e divisas. Nesse sentido, no período em que se observou um crescimento da dívida externa houve um aumento nos indicadores D.E./PIB e D.E./X (tabela 4.2). Logo, a dívida externa cresceu a taxas superiores as do crescimento do PIB e no caso das exportações até 1999.

Assim, os dados indicam que o aumento no endividamento externo brasileiro afetou as avaliações feitas pelos credores, pois as decisões no mercado financeiro dependeriam da confiança, de convenções e da credibilidade nestes indicadores. Os credores observam o comportamento destes indicadores em busca de um limite para o endividamento externo, dado a capacidade do país em gerar renda futura. E, assim, em algum momento, observado o aumento nestes indicadores, ficou comprometida a credibilidade do país para a obtenção de novos empréstimos.

Por isso, quando se compara os valores encontrados para o indicador dívida externa/exportações aos valores estabelecidos como limites ao endividamento externo encontrados pelos autores³¹ citados no começo da seção, se observou uma redução da credibilidade do país na obtenção de novos empréstimos. Para eles, os limites encontrados ao indicador para que o país encontre-se em uma situação confortável, era algo em torno de 200% a 220% das exportações. Entretanto, os dados apontaram para valores mais elevados, o indicador dívida externa/X passou de 340,55% em 1994 para 502,94 em 1999. Parece claro, então, que quando comparados a valores como 220%, a economia brasileira apontou, através deste indicador, uma situação de instabilidade macroeconômica, ou ainda, uma situação crítica às expectativas dos investidores externos.

Quando observado o ano de 1999, em que o indicador atingiu 5,02 em 1999, ficou evidente o aumento da vulnerabilidade externa do país. Pois, um nível de endividamento externo desta magnitude pode ter efeitos negativos sobre a estabilidade

³¹ Entre estes autores estavam: Simonsen & Cysne (1995), Cohen (1993) e Banco Mundial.

macroeconômica.

O novo padrão de financiamento externo brasileiro a partir de 1990 inaugurou um novo panorama do endividamento externo para o país. Neste período, os déficits em conta corrente não representaram, tão somente o aumento no estoque da dívida, mas sim um incremento no passivo externo brasileiro. Sobre isso Batista Jr (1998) fez uma interessante análise:

"A dívida externa continua crescendo, e seu serviço continua aumentando. Isso não vem sendo percebido, em parte, porque temos conseguido refinanciá-la e, em parte, porque a composição da conta de capitais mudou muito. Grande parte dessa conta não é mais formada por fluxos que aparecem como endividamento. São investimentos em bolsas de valores, investimentos diretos e aquisições de empresas brasileiras. Por esse motivo, nesse novo ciclo, o crescimento do saldo da dívida externa, ou do serviço dessa dívida não é tão impressionante. (p. 124-5)".

4.3 As relações entre o passivo externo e o PIB e as exportações.

Esta última seção procura estabelecer uma medida para o aumento da vulnerabilidade externa através da análise do passivo externo do país e de suas relações com o PIB e as exportações. Como afirmam Meurer & Samohyl (2001, p. 111), este é o mais amplo indicador sobre a vulnerabilidade externa após as mudanças no padrão de financiamento externo a partir da década de 1990. Para eles, o conceito mais adequado para analisar a vulnerabilidade externa do país é o passivo externo líquido, que adiciona à dívida externa os investimentos estrangeiros e deduz o valor das reservas internacionais e dos investimentos dos brasileiros no exterior.

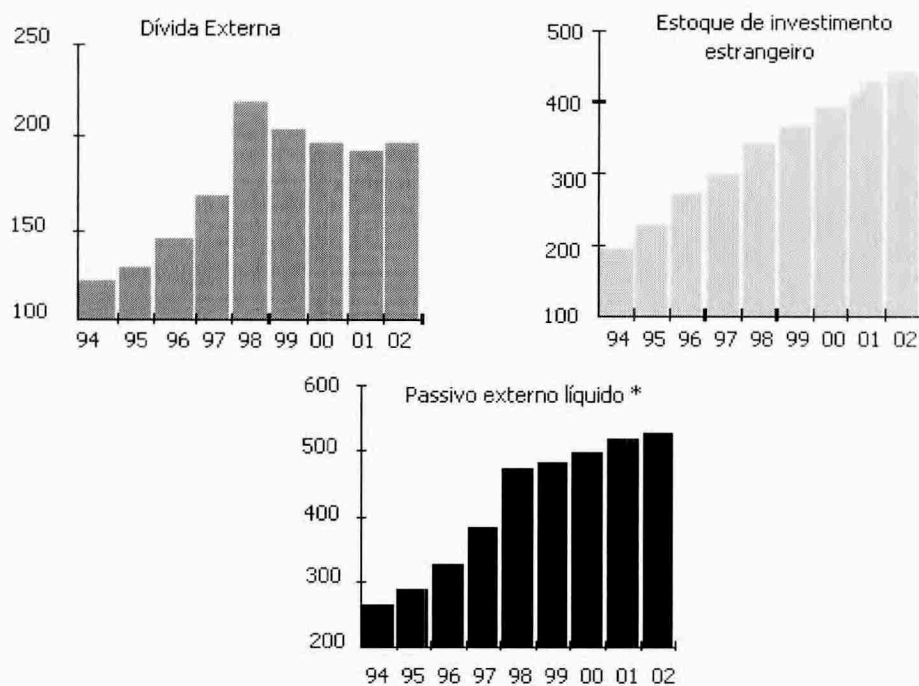
A propósito, Gonçalves (1999, p. 74-5) utilizou os indicadores PEL/PIB e PEL/X para apresentar evidências do aumento da vulnerabilidade externa a partir de 1994. Segundo ele, estes indicadores mostram a gravidade da situação de vulnerabilidade externa da economia brasileira, que aumentou extraordinariamente ao longo do governo FHC.

Para a construção dos indicadores PEL/PIB e PEL/X será realizada uma estimativa do passivo externo líquido do país. Nesse sentido, apesar da controvérsia em torno de sua metodologia, Lacerda (2004, p. 39) propõe medir o passivo externo como o total de débitos do país, ou seja, o montante de compromissos acumulados em moeda

forte. Para a estimativa do passivo externo bruto brasileiro foram agrupados a dívida externa total, o montante acumulado de investimento direto externo, estoque de capitais de portfólio, derivativos e outros investimentos. Além disso, para chegar ao volume do passivo externo líquido foi deduzido do passivo externo bruto, o valor dos ativos externos do país, como: estoque de investimentos brasileiros no exterior, reservas internacionais e outros ativos em moeda estrangeira.

Diante disso, não é demais repetir: que a implementação da estratégia de desenvolvimento para a economia brasileira favoreceu a formação de um novo padrão de financiamento externo. Como visto no capítulo anterior, o novo padrão de financiamento externo brasileiro agregava, além do endividamento externo, as várias modalidades de investimento e aplicações estrangeiras. Assim, o aumento na dívida externa veio acompanhado de um salto significativo no estoque de investimento estrangeiro (ver figura 4.3).

Figura 4.3: Estimativa do passivo externo líquido em US\$ bilhões (1994-2002).



*Tabela completa: Anexo 3.

Fonte: Elaborado a partir de dados do BCB e Lacerda (2004, p. 40)

O aumento no passivo externo brasileiro refletiu, em parte, a penetração

do capital estrangeiro em todas as esferas (produtivo-real e financeira) (GONÇALVES, 1999, p. 74). Para ele, houve um extraordinário acréscimo dos direitos adquiridos por estrangeiros atuando no país. A figura 4.3 apresenta um gráfico que evidência o aumento no passivo externo do país, principalmente no primeiro governo FHC.

O aumento observado no passivo externo líquido brasileiro por si só não representava o maior problema. Como mencionado no capítulo anterior, o problema associado ao passivo externo foi o seu custo, ou seja, a remessa permanente de receita ao exterior.

Como afirmou Meurer e Samohyl (2001, p.111): "quando investem no país as empresas estrangeiras têm como objetivo a obtenção de lucros, que tendem a mandar de volta, ou até vender a empresa em algum momento". Ou seja, "cada centavo que entra agora corresponde depois a uma remessa permanente" (DELFIN NETTO, 1998, p. 162).

Nesse sentido, a contrapartida do aumento no passivo externo tem sido o crescimento das remessas enviadas ao exterior referentes a rendas de investimentos e amortizações da dívida externa. Em 1999 estas remessas totalizaram um volume acima de US\$66 bilhões (tabela 4.4). Por sua vez, o aumento no serviço do passivo pressiona o déficit em transações correntes, dado seu efeito sobre o aumento no déficit da balança de serviços.

Tabela 4.4: Serviço do passivo externo brasileiro (US\$ milhões) entre 1994 e 2002.

| Período | Serviço do passivo externo |
|---------|----------------------------|
| 1994 | 93.392,60* |
| 1995 | 23.763,79 |
| 1996 | 31.002,51 |
| 1997 | 34.062,35 |
| 1998 | 53.827,91 |
| 1999 | 66.159,26 |
| 2000 | 54.777,80 |
| 2001 | 46.617,32 |
| 2002 | 55.846,41 |

* O elevado serviço observado neste ano refere-se ao pagamento de amortizações refinanciadas da dívida externa.

Fonte: BCB/Boletim/Sistema séries temporais.

Os efeitos do aumento no passivo externo e de seu serviço influenciam a expectativas dos investidores externos sobre a credibilidade do país em cumprir com os pagamentos futuros. Os investidores e aplicadores externos observam o comportamento de alguns indicadores sobre o passivo externo líquido com o intuito de relacionar o aumento no passivo externo com a capacidade do país em gerar renda futura, inclusive em moeda de aceitação internacional. Dois exemplos destes indicadores são: a relação do passivo externo com o PIB e com as exportações.

A medida que os passivo externo cresce a taxas mais elevadas que o crescimento do PIB ou das exportações aumenta a desconfiança dos investidores e aplicadores externo sobre a capacidade do país em quitar seus compromissos futuros. Foi exatamente esta situação que se observou ao longo do período, quando os indicadores PEL/PIB e PEL/X apontaram para um crescimento do passivo externo líquido acima do PIB e das exportações, conseqüentemente da capacidade de gerar renda futura (tabela 4.4).

Tabela 4.5: A relação entre o passivo externo líquido e o PIB e as exportações (%) entre 1994 e 2002.

| Período | PEL | PEL/PIB (%) | PEL/X (%) |
|---------|------------|-------------|-----------|
| 1994 | 264.275,04 | 48,66 | 606,90 |
| 1995 | 287.375,12 | 40,73 | 617,93 |
| 1996 | 327.397,79 | 42,22 | 685,70 |
| 1997 | 384.311,34 | 47,57 | 725,19 |
| 1998 | 473.898,15 | 60,15 | 926,67 |
| 1999 | 482.084,47 | 89,84 | 1004,10 |
| 2000 | 497.308,25 | 82,58 | 902,79 |
| 2001 | 518.082,67 | 101,62 | 889,83 |
| 2002 | 526.563,95 | 114,62 | 872,34 |

Fonte: elaborados a partir de dados do BCB.

Deve-se ressaltar que no início da série o indicador PEL/PIB apresentou um elevado valor devido ao efeito contábil provocado pela mudança na política cambial advinda com o Plano Real, pois o PIB (US\$) é calculado com base no câmbio médio do período. Ademais, se observou um aumento no indicador durante todo o período apesar

das dificuldades de análise decorrente do efeito provocado pela desvalorização do câmbio sobre o cálculo do PIB medido em dólares.

No caso do PEL/X a análise ficou mais clara, durante o primeiro governo FHC (1994-98) se observou uma elevada diferença entre a taxa de crescimento do passivo externo brasileiro e o incremento nas exportações. Isto, por sua vez, ficou evidente com a evolução do indicador neste período, que passou de 606,89% em 1994 para 1.004,10% em 1999. De outro lado, no segundo governo FHC, a maxidesvalorização cambial, além de outros fatores apontados no capítulo anterior, estimularam o aumento das exportações brasileiras. Logo, houve um decréscimo na relação passivo externo líquido e exportações, decorrente do aumento nas exportações e, além disso, da própria redução na taxa de crescimento do passivo externo brasileiro.

A redução na taxa de crescimento do passivo externo do país após a desvalorização do câmbio se deveu, principalmente, a redução da liquidez externa. Enquanto, no primeiro governo FHC o estoque de investimento e aplicações externas cresceu 87,6%, no segundo governo este aumento foi de 20,5%(dados anexo 4). Esse incremento no estoque de investimento externo no segundo governo FHC se deveu, segundo Cintra e Prates (2004, p. 82), ao processo de privatização nos setores de utilidade pública e a onda global de expansão das grandes corporações produtivas e financeiras.

Por ultimo, tanto o indicador STC/PIB como a relação dívida externa/exportações apontam para uma possível insustentabilidade do equilíbrio do balanço de pagamentos entre 1994-99. Segundo níveis encontrados na literatura econômica, os dois indicadores atingiram níveis alarmantes, principalmente, entre 1994 e 1999. Estes indicadores remetem a um limite para o endividamento externo, tanto quanto a entrada de recursos para financiar o déficit em conta corrente, como o aumento da dívida externa e o aumento do passivo externo.

Esses limites ficam mais evidentes quando se observou o passivo externo do país. A contrapartida deste modelo que gerou recorrentes déficits em transações correntes foi um elevado passivo externo. À medida que este cresce, pressiona, ainda mais, o déficit em conta corrente, por meio do aumento da remessa de lucros, juros e dividendos.

Por isso mesmo, há indícios para argumentar que o modelo que levou a um equilíbrio do balanço de pagamentos, através da combinação simétrica entre conta corrente e de capital e de uma taxa de câmbio que parecia estar sobrevalorizada, também pode ter sido um modelo gerador de vulnerabilidade externa.

Diante dos indicadores aqui apresentados se tornou mais evidente que o comprometimento com as políticas econômicas que deram sustentação ao Plano Real elevou de forma significativa a vulnerabilidade externa do Brasil durante o período de 1994-2002. O novo ciclo de liquidez internacional garantiu a recuperação da captação de recursos externo do país. Nesse sentido, os processos de abertura comercial e financeira estimulariam a entrada destes recursos e, por fim, estes capitais seriam importantes instrumentos para o financiamento externo. Enquanto perdurou o ciclo de liquidez internacional, houve um crescimento da necessidade bruta de financiamento externo, viabilizado pela entrada de recursos externos. Após os efeitos das crises Asiática e russa e da mudança do regime cambial brasileiro, o país passou a enfrentar uma restrição de liquidez externa. Esta condição para a economia brasileira tornou, ainda mais, perceptível com o aumento da dependência em relação ao capital estrangeiro.

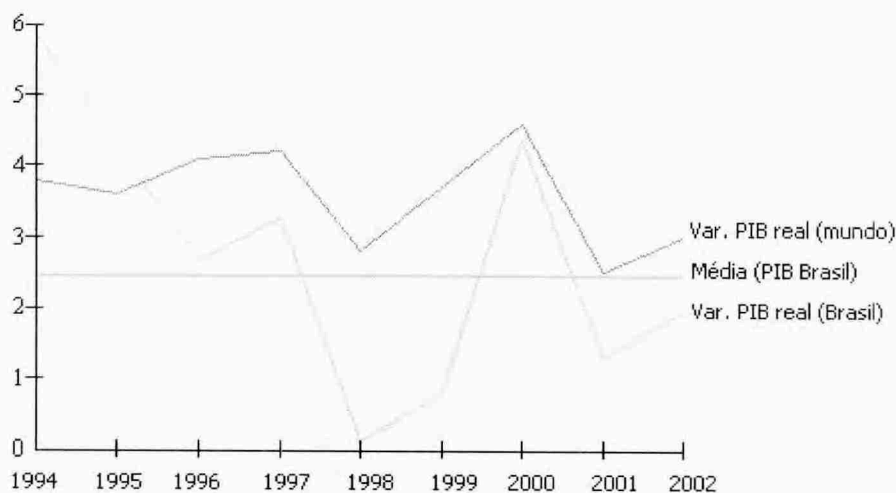
O processo de abertura comercial e financeira, o influxo de capital, a apreciação cambial (inicialmente), o desequilíbrio externo e a necessidade de financiá-lo a qualquer custo, de alguma forma se tornaram as fases de um modelo gerador de vulnerabilidade externa. Isso, por sua vez, restringiu o crescimento da economia brasileira de forma estável e sustentada, pois, para reverter os efeitos da restrição de liquidez externa, as autoridades econômicas utilizaram um instrumento com efeitos negativos sobre o crescimento – a elevação da taxa de juros. Em decorrência, houve uma reorientação dos instrumentos de política econômica a fim de manter a continuidade de um ambiente macroeconômico favorável para a permanência ou retorno destes capitais. Essa reorientação da política nos momentos de choques externos é o objetivo das seções que compreendem o quinto capítulo.

CAPÍTULO V

5. A vulnerabilidade externa, o ajuste do balanço de pagamentos e a restrição externa ao crescimento.

No período 1994-2002, a taxa de crescimento da economia brasileira oscilou muito, o que pode ser verificado no gráfico 5.1. Como pode ser observado também no gráfico 5.1, a economia brasileira esteve, durante todo período, abaixo do crescimento econômico mundial. A impossibilidade de um crescimento sustentado levantou várias questões sobre as restrições que impediram a continuidade do crescimento econômico brasileiro.

Gráfico 5.1: Taxa anual de variação do PIB real brasileiro e mundial (% a.a.) entre 1994 e 2002 (%).



Fonte: IBGE/CSN *apud* Ipeadata.

Uma das restrições, apontadas pela literatura econômica, à sustentabilidade do crescimento econômico no período foi os problemas nas contas externas do país. Uma interessante reflexão sobre o crescimento econômico foi feita por Sochaczewski (2002, p. 156) ao afirmar em resenha de entrevistas de economistas brasileiros: "a restrição externa foi o obstáculo mais apontado como capaz de impedir a retomada do crescimento".

Nesse sentido, os capítulos anteriores indicaram um aumento da sensibilidade da economia brasileira a choques externos. Entretanto, essa condição para a economia brasileira se agravou, ainda mais, quando a economia do país se deparou com uma conjuntura internacional desfavorável. Ou seja, a economia brasileira enfrentou de um lado a condição de aumento da vulnerabilidade externa e de outro lado, a situação de uma conjuntura internacional marcada pela instabilidade.

Não é demais lembrar que a estratégia de desenvolvimento implementada em meados de 1994 contava com um contexto internacional favorável e, por isso, os formuladores do Plano acreditavam que não seria difícil equilibrar o balanço de pagamentos, em dado período de tempo, através da entrada de capital externo.

Todavia, principalmente a partir de 1997, a conjuntura internacional apresentou mudanças que tornaram o fluxo de capital externo direcionado às economias ditas emergentes mais escasso, o que tornou mais difícil o financiamento do déficit em conta corrente via conta de capital nestes países. Logo, quando deixassem de entrar recursos externos suficientes para equilibrar o balanço de pagamentos, era necessária a redução do déficit em transações correntes. Assim, a fim de diminuir o déficit em conta corrente e, com isso, equilibrar o saldo do balanço de pagamentos as autoridades monetárias teriam que implantar uma série de medidas de política econômica para ajustar as contas externas.

Essas medidas de política econômica, em sua maioria, eram recessivas (MEURER e SAMOHYL, p. 39). Logo, para manter em equilíbrio o balanço de pagamentos, em períodos de redução de liquidez externa, a equipe econômica adotava políticas que se afastavam paulatinamente da estratégia de desenvolvimento inicial. O crescimento econômico deixava de ser, portanto, o principal objetivo de curto prazo da política econômica, pois esta deveria ser redirecionada a medida que mudava a conjuntura internacional. Delfim Netto (1998, p. 158) foi enfático ao dizer que, "a economia não cresce por que não tem condições de financiar o buraco externo".

O capítulo tem por objetivo defender que diante de um quadro de aumento da vulnerabilidade externa e a ocorrência de choques externos, houve uma mudança nos objetivos da política econômica, com efeitos, por sua vez, sobre a continuidade da estratégia de desenvolvimento iniciada em meados da década de 1990.

Para tanto, o capítulo se divide em duas seções. A primeira procura apresentar as medidas de redirecionamento da política econômica a fim de ajustar o balanço de pagamentos, o que não permitiu a execução de políticas ativas de produção e investimento. A segunda seção procura apresentar os efeitos das crises externas, ou seja, da redução da liquidez externa, sobre a condução da política econômica.

5.1 Vulnerabilidade externa, ajuste do balanço de pagamentos e nível de atividade

Conforme visto nos capítulos anteriores, houve, a partir da implementação do Plano Real, um aumento na sensibilidade da economia brasileira à choques externos. Enquanto o país encontrava um cenário econômico externo favorável, esta condição para a economia brasileira - a de vulnerabilidade - não se apresentava como um problema a ser enfrentado. Porém, quando ocorreram alterações na economia mundial reverteram as expectativas dos investidores internacionais, o risco de uma crise cambial se tornou iminente.

Essas mudanças na avaliação das possibilidades futuras do país, principalmente a partir de 1997, colocaram em evidência o questionamento proposto por Gustavo Franco: "será que esta situação de 'equilíbrio externo', vale dizer, esta combinação entre conta corrente e conta de capitais é, do ponto de vista intertemporal, sustentável" (FRANCO, 1999, p. 58). Os argumentos do terceiro capítulo e as evidências apresentadas no quarto indicaram que não, ou seja, apontaram para uma precariedade deste "equilíbrio externo".

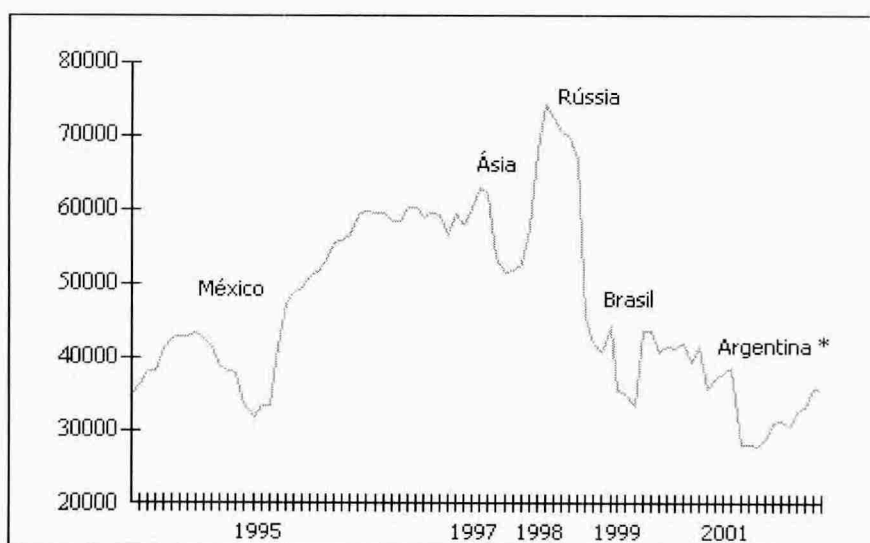
A questão da vulnerabilidade externa se tornou ainda mais evidente quando o Brasil passou a compartilhar das expectativas dos investidores externos em relação a uma série de crises cambiais que atingiram o mundo no final da década de 1990. Para o presente trabalho destacamos as seguintes: crise mexicana (1995), crise do sudeste asiático (1997), da Rússia (1998) e do próprio Brasil (1999)³². As três primeiras crises externas tiveram rápida repercussão sobre a economia brasileira, pois influenciaram os investidores estrangeiros a elevar o risco das economias que

³² Uma explicação mais detalhada sobre os efeitos deste choques externos sobre a economia brasileira será vista na seção seguinte.

apresentassem características de financiamento externo semelhantes aos países que enfrentavam crises cambiais. Enquanto, a última, levou o país a enfrentar os efeitos de uma crise cambial e, conseqüentemente, alterar a política cambial.

O resultado imediato da piora na avaliação dos investidores externos, em períodos que o país compartilhou expectativas de desvalorização cambial, era a redução do fluxo de capital externo direcionado ao país que, por sua vez, provocava uma redução das reservas internacionais. A partir do gráfico 5.2 pode-se observar alguns pontos de redução das reservas internacionais que indicaram dificuldades em financiar o déficit em conta corrente via conta de capital.

Gráfico 5.2: Estoque trimestral de reservas internacionais líquidas e ajustadas (US\$ - milhões) e crises externas entre 1994 e 2002.



* além do desaquecimento global.

Dados: anexo 2.

Fonte: BCB/Boleim/BP.

O gráfico identifica os períodos em que houve uma redução do recurso externo direcionado ao país. Nestes períodos as autoridades econômicas tiveram que conviver com dificuldades em equilibrar o balanço de pagamentos, ou seja, financiar o déficit em conta corrente via conta de capital. A percepção por parte dos investidores externos das dificuldades do país em conseguir equilibrar o balanço de pagamentos altera suas expectativas quanto ao rumo da economia doméstica. Neste ponto, as expectativas dos investidores apontavam para uma desvalorização cambial, pois esta,

promoveria uma redução do déficit em conta corrente.

As expectativas de desvalorização cambial provocaram, também, uma mudança na estratégia destes investidores, que passam a adiar suas decisões de investimento no país, enquanto repatriavam o maior volume de recurso possível (MEURER e SAMOHYL, 2001, p. 96).

Diante deste contexto, o Governo era, portanto, obrigado a elevar drasticamente as taxas de juros a fim de contrabalançar o aumento na expectativa de desvalorização do câmbio e do prêmio de risco exigidos pelo investidor estrangeiro e, assim, criar um diferencial, ainda maior, entre a taxa de juros interna e externa (GIAMBIAGI e MOREIRA, 1999, p. 10).³³ O objetivo era, dado o aumento no diferencial das taxas de juros, conter a saída do capital externo.

As autoridades monetárias preocupadas, principalmente até 1999, com os impactos inflacionários decorrentes de uma desvalorização cambial tiveram que direcionar a política econômica de outra forma que não a desvalorização do câmbio, a fim de ajustar as contas externas do país. Segundo Paulani e Braga (2000, p. 150), entre as principais medidas aplicadas para o ajuste do balanço de pagamentos brasileiro neste período estavam: incentivos as exportações e desestímulos as importações; elevação da taxa interna de juros; e redução do nível de atividade econômica interna³⁴.

O contraponto foi, segundo Meurer e Samohyl (2001, p. 38), que estas alternativas de política econômica tiveram conseqüências negativas sobre o nível de atividade³⁵. Tendo em vista, que o aumento na taxa básica de juros provocava redução dos investimentos e do consumo. Além disso, as autoridades econômicas estabeleceriam medidas para contenção de gastos públicos e aumentos na arrecadação, que, também, tinham efeitos negativos sobre o Produto Interno. Estas últimas seriam usadas, pois, para Meurer e Samohyl (*Ibidem*), existiria uma grande ligação entre a ocorrência de déficit em transações correntes e déficit público. Por isso, "o mais provável é que com a falta de financiamento externo o governo adote medidas de política econômica que contenham o crescimento e que tenham efeito sobre todas as variáveis envolvidas (...),

³³ $r_s = r_r - e^0 - y$.: r_s : Taxa de juros dos depósitos em dólares; r_r : Taxa de juros de depósitos em reais; e^0 : Soma da variação cambial esperada; y : Prêmio de risco. (GIAMBIAGI E MOREIRA, 1999, p. 10).

³⁴ As opções de política econômica estabelecidas pelo Governo serão o tema da próxima seção.

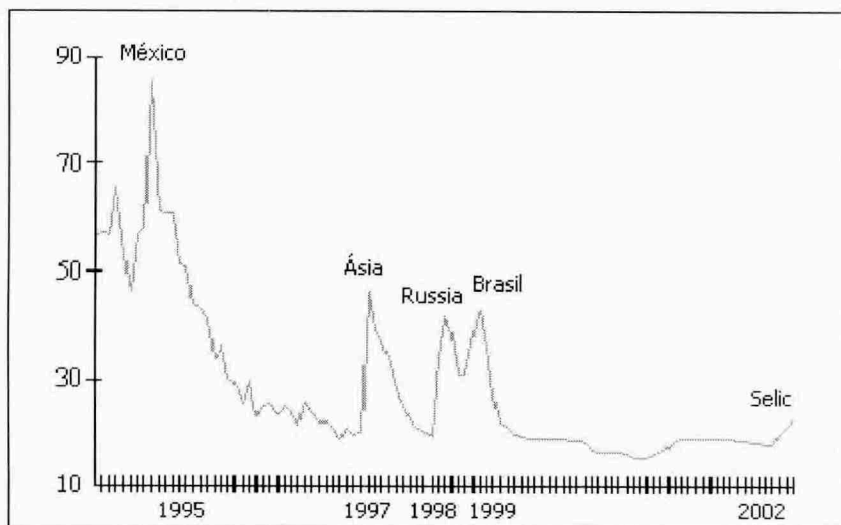
³⁵ Com exceção do instrumento incentivo as exportações que, por sua vez, tem caráter expansionista.

que também não tem os seus efeitos isolados do restante da economia" (MEURER & SAMOBYL, 2001, p. 39).

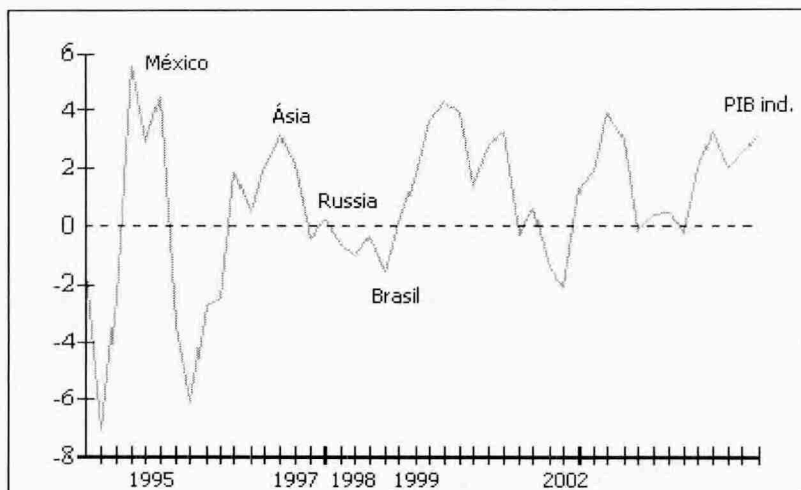
Os gráficos 5.3 e 5.4 apresentam uma série de dados sobre taxa de juros e nível de atividade econômica que contribuem para analisar os efeitos das opções de política econômica sobre o nível da atividade industrial.

O gráfico 5.4 apresenta uma série de dados trimestrais da variação do PIB industrial que, quando analisados, podem indicar a repercussão do direcionamento da política econômica sobre a atividade industrial. Por exemplo, o Governo elevou a taxa básica de juros de 56,98% a.a. em março de 1995 para 85,47% a.a. em abril de 1995 (gráfico 5.3), com objetivo de conter a saída de capitais externos, decorrente da crise mexicana. E, não por coincidência, a taxa de crescimento do PIB industrial entre o terceiro trimestre de 1995 e o segundo de 1996 foi negativa (gráfico 5.4). O mesmo aconteceu entre o quarto trimestre de 1997 e o primeiro de 1999 (gráfico 5.4), quando a equipe econômica, diante dos efeitos da crise do sudeste Asiático e, posteriormente, russa, resolveu elevar a taxa básica de juros de 19,93% a.a. em outubro de 1997 para 45,9% a.a. em novembro do mesmo ano (gráfico 5.3).

Gráfico 5.3: Taxa básica de juros (selic % a.a.) entre 1994 2002.



Fonte: BCB-DEMAB.

Gráfico 5.4: Taxa de variação do PIB industrial (% a.a)³⁶

Fonte: IBGE/CSN *apud* Ipeadata.

Nesse sentido, Belluzzo (2002, p. 61) afirmou: "é fácil compreender que, diante da incerteza quanto ao rumo dos preços chaves da economia, juros e câmbio, o horizonte temporal das decisões de investimento encurta-se dramaticamente". Para ele, esta instabilidade tornaria precárias as informações adequadas para a tomada de decisões empresárias na esfera do investimento. Belluzzo (2002, p. 60) vai além ao afirmar que, na verdade, o uso abusivo dos juros elevados desestimulou os projetos voltados as exportações e promoveu um "encolhimento" das cadeias produtivas.

Pode-se afirmar que a taxa de juros básica da economia brasileira representou o ponto de sensibilidade em face das recorrentes crises financeiras. Para LACERDA (2004, p. 43) sempre que ocorreu uma crise localizada que resultava em uma crise de confiança e retração dos fluxos de capitais para países em desenvolvimento, a dificuldade de financiar as necessidades de recursos externos obrigava a elevação da taxa de juros que, conseqüentemente, tornava instável os indicadores de desempenho do nível de atividade (ver gráfico 5.4). Com a adoção desta política, "qualquer processo de crescimento poderá ser imediatamente abortado pelo Bacen - via taxa de juros" (PAUL SINGER *apud* SOCHAZCEWSKI, 2000, P. 58).

³⁶ A escolha do PIB industrial se deveu porque, para Belluzzo (2003, p. 60), o PIB industrial é menos suscetível a acidentes estatísticos e, também, mais sensíveis a incertezas e a variação do custo e das condições de crédito.

Cabe mencionar também, que a política de elevação da taxa básica de juros resultou em problemas adicionais para a economia brasileira. Um deles foi que a sistemática recorrente de adotar uma política de juros elevados como instrumento de captação de poupança externa resultou no aumento da dívida pública³⁷ (FERRARI-FILHO, 2003 p. 124). Segundo Lacerda (2004, p. 44), isso ocorreu porque o aumento na taxa de juros representou um incentivo à compras de títulos da dívida pública. Diante disso, uma aplicação financeira no Brasil passa a ser mais atraente em comparação às do exterior (MEURER E SAMOHYL, 2001, p. 107). O aumento na atratividade dos títulos públicos ocorreu em detrimento da oferta de crédito privado. Por sua vez, o investimento ficou, ainda mais, limitado pela ausência de um padrão adequado de financiamento (LACERDA, 2004, p. 44).

A instabilidade da política econômica no período - permanentemente submetidas às tensões que derivam das avaliações dos agentes nos mercados financeiros e de capitais - não permitiu a execução de políticas de crescimento (BELLUZZO, 2002, p. 162). As autoridades macroeconômicas perderam liberdade em administrar as principais variáveis da economia, a fim de engendrar estratégias de longo prazo. Segundo Franklin Serrano (*apud* Sochazcewski, 2000, p. 58), mantidas as atuais tendências, não foi possível crescer muito, posto que em uma economia aberta o que definiria a taxa de crescimento sustentável seria o balanço de pagamentos.

Enquanto a estratégia de desenvolvimento do Plano Real precisava da implantação de políticas industriais e de investimentos, a condição de vulnerabilidade externa da economia brasileira e, conseqüentemente, a política de ajuste externo era incompatível com os estímulos ao investimento e a produção. Houve, portanto, a incompatibilidade entre a estratégia de desenvolvimento de longo prazo e a política econômica de curto prazo.

5.2 Vulnerabilidade, crises externas e opções de política econômica.

Como visto anteriormente, após o início do Plano Real o país conviveu

³⁷ A dívida interna aumentou de 21,5% do PIB em 1994 para 41,2% do PIB em 2002 (BCB *apud* GIAMBIAGI E MOREIRA, 2002, tab. 7.5)

com um quadro de alternância de fases expansivas e recessivas (gráfico 5.1; gráfico 5.4) em decorrência, principalmente, do modo pelo qual foi conduzida a política econômica brasileira. Um dos principais determinantes da condução da política econômica no período foi a necessidade de utilizar instrumentos de política econômica capazes de garantir o equilíbrio no balanço de pagamentos diante de um cenário econômico externo adverso, composto basicamente pela combinação de crescente vulnerabilidade externa com um contexto internacional marcado pela instabilidade nos mercados financeiros internacionais. Nesse sentido, a política econômica do país expressou diretamente o impacto da ocorrência de crises cambiais em outras regiões - México, sudeste Asiático, Rússia e no próprio Brasil.

Quando da situação de tranquilidade nos mercados financeiros internacionais permitiu inicialmente um influxo de capitais externo nos países ditos emergentes. Entretanto, quando as crises, anteriormente citadas, atingiram os mercados financeiros, elevou-se a insegurança quanto a estabilidade do balanço de pagamentos em países com alto grau de endividamento externo. A reação imediata dos aplicadores de capital financeiro era de procurar mercados mais seguros e, com isso, retirar dos mercados ditos emergentes seus capitais. Diante deste contexto, as autoridades econômicas locais aumentavam as taxas que definem os rendimentos destas aplicações, bem como, estabeleciam uma série de medidas a fim desestimular a saída de capitais e, conseqüentemente, restabelecer o equilíbrio ao balanço de pagamentos.

Assim, para ilustrar as influências das crises externas na condução da política econômica no período, a seção apresenta um panorama das crises externas e seus efeitos sobre as decisões do Governo.

5.2.1 *Efeito Tequila*: a repercussão dos efeitos da crise do México.

O México, entre o final de 1994 e o início de 1995, enfrentou uma crise cambial cujos efeitos repercutiram na economia brasileira. O impacto inicial da crise mexicana sobre a economia do País foi a saída de capital externo que, por sua vez, representava uma mudança nas expectativas dos investidores estrangeiros. No gráfico 5.2 pode-se observar uma redução das reservas internacionais entre o quarto trimestre

de 1994 e o segundo de 1995 que evidencia a mudança no destino dos aplicadores estrangeiros. Assim, a menor disponibilidade de financiamento externo tornou mais difícil estabelecer o equilíbrio do balanço de pagamentos - via conta capital e financeira. Portanto, para manter em equilíbrio as contas externas do país, neste período, o Governo implementou uma série de medidas com objetivo, principal, de reverter a "fuga" de capital estrangeiro.

Para isso, o Governo aumentou a taxa de juros básica da economia, que passou de 46,25% a.a. em janeiro de 1995 para 60,53% a.a. em julho de 1995 (gráfico 5.4). O objetivo desta elevação foi compensar os aumentos das expectativas de desvalorização cambial e prêmio de risco exigido pelos aplicadores estrangeiros e, com isso, conter a saída de capital externo.

Entre outras medidas que visavam reverter o fluxo de capital e equilibrar o balanço de pagamentos estavam: o aumento da alíquota do imposto de importação, de 11,3% em 1994 para 13,9% em 1995; a redução do imposto sobre operações financeiras, combinado a reduções do prazo mínimo de captação, renovação ou prorrogação de empréstimos em moeda estrangeira (BATISTA, 2000, p. 73).

Além disso, as autoridades econômicas apresentaram em março de 1995 mudanças na política cambial. O regime cambial adotado, a partir de então, foi o *crawling peg*, ou seja, a adoção de mini bandas cambiais. O objetivo do novo regime era promover um processo lento e administrado de desvalorização cambial e, assim, minimizar a ocorrência de pressões inflacionárias (SICSÚ et al, 2003, p. 102).

O resultado das medidas implantadas foi o retorno do fluxo de capitais externo para o país e a conseqüente recomposição das reservas internacionais. Este novo "estado de confiança", ou seja, a reversão das expectativas dos investidores estrangeiros se deu pela observação na condução da política econômica brasileira, onde as autoridades estavam dispostas a direcionar os instrumentos para ajustar o balanço de pagamentos. Contribuíam também para o retorno do "estado de confiança" à economia brasileira a redução da instabilidade do quadro externo, pois, receberam a ajuda internacional o México e a Argentina, países que apresentavam problemas (déficits) em suas contas externas maiores que os do Brasil, além de serem, também, grandes receptores de recursos externos. "A nova política cambial – combinada com forte

elevação na taxa de juros por parte do Banco Central – conseguiu normalizar os mercados financeiros e retomar o fluxo de capitais externos”. (SICSÚ et al, 2003, p. 103).

5.2.2 O impacto dos efeitos das crises asiática e russa sobre a condução da política econômica.

A partir do segundo semestre de 1997, o sistema financeiro internacional sofreu os impactos das crises financeiras do sudeste asiático e da Rússia. A crise nestes países alterou a percepção dos aplicadores externos sobre a confiança no valor das moedas de países que possuíam situações próximas quanto ao nível endividamento externo. O Brasil, portanto, passou a compartilhar das mesmas expectativas de crise cambial e de dificuldades de financiamento externo desses países. "Estes fatos foram grandes choques para o sistema financeiro internacional, minando a confiança e infligindo perdas aos bancos e a outros investidores" (ROBERTS, 2000, p. 33). A dificuldade de financiar o balanço de pagamentos via conta de capital levou a equipe econômica a tomar medidas para atenuar os impactos dos choques externos sobre a economia brasileira.

O gráfico 5.2 apresenta alguns indícios para a restrição da liquidez externa no período das duas crises (1997-1998). Nestes períodos as reservas internacionais diminuíram de US\$58,98 bilhões no terceiro trimestre de 1997 para US\$44,56 bilhões no último trimestre de 1998. A retirada de capitais por parte de aplicadores estrangeiros determinou a redução das reservas internacionais e, por conseguinte, um aumento na dificuldade de financiar o balanço de pagamentos através da conta de capital.

A percepção das autoridades econômicas da instabilidade no mercado financeiro internacional e da estratégia de aplicadores externos em busca de mercados mais seguros acarretou na mudança da política econômica local. Foram tomadas novas medidas que promoveriam um ajuste das contas externas. Entre as medidas aplicadas pela equipe econômica estavam: o aumento na taxa básica de juros, que passou de 19,93% a.a. em outubro de 1997 para 45,9% a.a. no mês seguinte (gráfico 5.4); houve,

também, segundo Meurer e Samohyl (2001), um aumento de 20% na oferta de títulos cambiais para conter a demanda por moeda estrangeira.

Através, em parte, da implementação destas medidas o Governo conseguiu diminuir o “estado de desconfiança” dos investidores externos gerado pelos impactos da crise financeira do sudeste Asiático. Portanto, o país conseguiu reverter o fluxo de capital externo e, conseqüentemente, evitar a desvalorização cambial. Como pode ser observado no gráfico 5.2, as reservas voltaram a ser recompostas, ou seja, as reservas que haviam atingindo US\$52,17 bilhões no quarto trimestre de 1997 voltaram a aumentar e chegaram a US\$70,9 bilhões no segundo trimestre do ano posterior.

Porém, em 1998, o país sofreu os impactos da crise cambial russa e colocou-se, novamente, em evidência a questão da sustentabilidade do equilíbrio do balanço de pagamentos através da combinação de déficit em conta corrente e superávit na conta financeira e de capital.

Desta vez, só o aumento na taxa de juros não foi capaz de conter o fluxo de saída do capital externo e as reservas internacionais atingiram níveis alarmantes. Segundo o gráfico 5.2 as reservas chegaram a US\$33,85 bilhões no primeiro trimestre de 1999. Para Ferrari Filho (2003, p. 126), as medidas tomadas no período anterior não inspiraram nos agentes econômicos um grau de confiança acerca dos rumos do Plano Real. A novidade da reação da equipe econômica foi recorrer ao Fundo Monetário Internacional - FMI um empréstimo de US\$41,5 bilhões. Para Meurer e Samohyl (2001, p. 40), se o país não consegue ajustar-se suficientemente, o déficit de transações correntes teria de ser coberto com financiamentos não voluntários do exterior. O país, em contrapartida, se comprometeu com uma série de medidas que dariam maior segurança aos investidores externos. Desta maneira, o acordo com o Fundo demonstrou ser um novo programa de ajuste externo.

Na *carta de intenções* ao FMI, o Governo se comprometeu em: manter um limite mínimo de reservas internacionais de US\$20 bilhões; não impor nenhum controle de saída ao capital estrangeiro; manter a austeridade na política fiscal e monetária, neste sentido foi realizado o Programa de Estabilidade Fiscal; e ainda, se comprometeu em manter o déficit em transações correntes em 3,2% do PIB.³⁸

38 Fonte: Acordos com o Fundo Monetário Internacional, disponível em: <http://www.fazenda.gov.br>,

O acordo com o FMI e o programa de ajuste subsequente não conseguiram reverter o grau de instabilidade macroeconômica do país. Os indicadores apresentados no capítulo anterior apontaram, em sua maioria, neste período, para um dos momentos mais críticos da economia brasileira quanto ao seu grau de vulnerabilidade externa. Neste momento de aumento na dificuldade de financiamento externo colocou-se em questão a política cambial vigente até 1999. "Nesse contexto, tem sido amplamente debatida a perspectiva de que a abertura e a nova política cambial pudessem levar a uma crise do balanço de pagamentos (...)"(FRANCO, 1999, p.44).

Segundo Franco (*Ibidem*), havia uma coalizão de poderosas opiniões argumentando que uma mudança na política cambial permitiria uma redução mais agressiva dos juros e mais crescimento. Portanto, para eles, uma grande desvalorização do Real promoveria um ajuste de forma mais sustentada do balanço de pagamentos. Diante deste quadro, o governo tomou a decisão de mudar a política cambial do país e adotar o regime de câmbio flexível, pois, as condições que garantiram um precário equilíbrio no balanço de pagamentos não persistiram. Haveria, assim, havia a necessidade de mudanças na política cambial e, conseqüentemente, o estabelecimento de uma nova estratégia para sustentar o equilíbrio do balanço de pagamentos diante das novas circunstâncias.

5.2.3 O ajuste externo após a mudança do regime cambial.

O argumento central do Governo para a decisão de adotar uma nova política cambial era que a desvalorização do câmbio ajustaria o balanço de pagamento através das transações correntes, ou seja, haveria uma alteração nos preços relativos que estimularia as exportações em detrimento das importações. O aumento do saldo em transações correntes representaria uma redução da necessidade de financiamento externo e, portanto, o país estaria menos sensível a restrições de liquidez externa.

Após um longo período de administração do câmbio, a mudança do regime cambial levou o Real a uma forte desvalorização. Segundo Ferrari-Filho (2003,

p. 128) houve um *overshooting*³⁹ da taxa de câmbio que, por sua vez, fez a taxa saltar de R\$1,2/US\$1 em janeiro de 1999 para R\$2,1/US\$1 em março do mesmo ano (vide gráfico 2.1).

O grande problema da desvalorização residia no fato de que as alterações nos preços relativos pudessem gerar pressões inflacionárias. Assim, com o objetivo de minimizar os efeitos da desvalorização cambial sobre os preços gerais da economia o Governo adotou o regime de metas de inflação. A intenção era controlar as expectativas dos agentes econômicos e evitar o repasse da desvalorização cambial para os índices de preços. Segundo Giambiagi (2005), por causa da adoção do regime de metas de inflação, e por outros motivos que não cabe aqui detalhar, a desvalorização não teve os efeitos inflacionários que inicialmente temiam os que a ela se opunham nos anos anteriores⁴⁰. Para Giambiagi (2005, p.178) a adoção deste regime foi entendida como uma espécie de "troca de âncora", face ao desaparecimento da âncora cambial. Não é demais lembrar, que o então Governo estabeleceu como meta principal a estabilidade de preços, por isso, o estabelecimento de um sistema que procurasse coordenar as expectativas dos agentes econômicos poderia ser considerado como mais um instrumento para se atingir esta meta.

O comportamento de algumas variáveis, neste período, indica que as medidas de política econômica conseguiram estabilizar as expectativas dos agentes econômicos. Nesse sentido, as reservas cambiais aumentaram, segundo o gráfico 5.2, atingindo mais de US\$39 bilhões em 2000. A taxa de juros foi reduzida de 41,58% a.a. em outubro 1998 para 16% a.a. no ano após a desvalorização e o produto interno bruto cresceu 4,36% no mesmo ano (gráfico 5.4; gráfico 5.1). Os déficits na balança comercial e em conta corrente diminuíram, passaram, respectivamente, de US\$6,4 bilhões e US\$33,4 bilhões em 1998 para US\$0,7 bilhões e US\$24,7 bilhões em 2000 (tabela 3.1).

Diante dos indicadores apresentados pela economia brasileira após a

³⁹ Segundo Sachs e Larrain (1995, p. 476; 493), por *overshooting* entende-se a situação em que a depreciação inicial cambial é mais do que proporcional ao aumento da oferta monetária, ou seja, nestes casos a depreciação no curto prazo é maior que a depreciação no longo prazo.

⁴⁰ Segundo Giambiagi (2005, p.177), a nomeação de Armínio Fraga para o posto de presidente do Banco Central teve importante papel para manter o compromisso com a estabilidade de preços neste período.

mudança de regime cambial, as autoridades econômicas do país argumentavam que devido ao câmbio flexível e o regime de metas de inflação a economia brasileira poderia encontrar-se em um novo ciclo de prosperidade. E ainda, que a nova política cambial adotada poderia diminuir a sensibilidade do país a choques externos.

Todavia, em 2001, a economia brasileira enfrentou o impacto dos efeitos das crises na Argentina, na Turquia e do desaquecimento das economias centrais. Novamente, os agentes econômicos passaram a compartilhar expectativas sobre a insustentabilidade macroeconômica do País. E, portanto, as reservas internacionais reduziram-se de US\$40,05 bilhões no terceiro trimestre de 2001 para US\$36,7 no primeiro trimestre de 2002 (gráfico 5.2) e, segundo o gráfico 5.4, a taxa de juros, que era de 15,2% a.a. em fevereiro de 2000, aumentou para 23,03% a.a. em dezembro de 2002.

Diante do impacto de mais um choque externo sobre os indicadores macroeconômicos não foi possível identificar uma redução da sensibilidade da economia brasileira a mudanças na conjuntura internacional após a mudança na política cambial. Não se pode afirmar, de acordo com o argumento do Governo, que adotado um novo regime para o câmbio o país poderia passar a sustentar a estabilidade macroeconômica e o crescimento. Adotado o regime flexível de câmbio, não se observou uma redução da sensibilidade das principais variáveis econômicas do país a um choque externo. Ao contrário do que preconizavam as autoridades monetárias, a adoção do regime de metas de inflação e o direcionamento da política econômica para o controle de preços se tornou uma nova restrição a implementação de políticas ativas de crescimento.

“Além do mais, a introdução do regime de metas de inflação significou não apenas uma mudança na âncora nominal – do câmbio para a política monetária – mas também, uma restrição adicional à retomada do crescimento econômico, visto que a política monetária passou a ter compromisso único em estabilizar os preços.”(FERRARI FILHO, 2003, p.173).

Em conclusão, como observado nos capítulos anteriores, a política econômica da estratégia de desenvolvimento, implementada em meados da década de 1990, contribuiu para elevar a vulnerabilidade externa da economia brasileira.

Adicionalmente, a ocorrência de choques externos e a instabilidade no mercado financeiro internacional provocaram dificuldades em financiar o déficit em conta corrente através da entrada de capital externo. Isto, por sua vez, levou as autoridades econômicas a direcionar a política econômica a fim de restabelecer o "estado de confiança" e ajustar o balanço de pagamentos às novas condições do mercado financeiro internacional, ou seja, menor aporte de recurso estrangeiro direcionado aos países ditos emergentes e, ainda, em alguns casos, "fuga" de capitais.

Este modo com o qual os instrumentos de política econômica foram administrados pela equipe macroeconômica foi de encontro a políticas ativas de crescimento. Portanto, as opções de política econômica no período restringiram o crescimento sustentado.

O direcionamento da política econômica para um ajuste das contas externas em detrimento de políticas ativas de investimento e de produção representou, também, um afastamento paulatino da estratégia de desenvolvimento inicial.

CAPÍTULO VI

6. Conclusão

A partir da análise realizada neste trabalho podemos fazer algumas considerações a cerca do Plano Real e suas limitações quanto a restrição externa ao crescimento. De acordo com o que foi apresentado, identificou-se na formulação do Plano Real objetivos que iam além da estabilização monetária. O Plano fazia parte de uma nova estratégia para o desenvolvimento brasileiro.

No momento da implementação do Plano a economia brasileira contava com um cenário externo favorável que contribuiu para o estabelecimento da âncora cambial e, conseqüentemente viabilizou o processo de reforma monetária. Os formuladores do Plano acreditavam que o processo de estabilização monetária seria o primeiro passo dado em direção da nova estratégia de desenvolvimento.

Segundo seus formuladores, a implementação da nova estratégia traria uma nova situação para o balanço de pagamentos brasileiro que seria contornável com a retomada do acesso ao mercado internacional de capitais. De acordo com esta visão, os déficits em transações correntes poderiam ser financiados com a entrada de recursos externos via conta de capital.

Entretanto, esta estratégia de financiamento externo elevou a dependência da economia brasileira a entrada de capitais externos. O país ficou, então, vulnerável a qualquer alteração no fluxo de recurso destinado ao país.

Os dados do capítulo quatro apresentaram fortes indícios para o aumento da vulnerabilidade externa da economia brasileira no período 1994-2002. Os números demonstraram, portanto, que a estratégia de financiamento externo era face de um modelo gerador de vulnerabilidade externa.

Enquanto a política econômica implantado com o Plano Real aumentou o déficit em transações correntes, a estratégia de financiamento externo acarretou na própria ampliação do déficit em conta correntes. A medida que aumentava a entrada de recurso externo aumentava também o volume de compromissos externos assumidos pelo país.

Segundo dados apresentados no capítulo três, houve neste período um extraordinário aumento de quase todas as modalidades de financiamento externo. Conseqüentemente cresceram os custos desta estratégia de financiamento.

No entanto esta situação da economia brasileira se agravou quando se tornou difícil o financiamento do déficit em conta corrente através da entrada de recursos externos voluntários. Diante deste quadro, a equipe econômica do País tinha que direcionar a política econômica a fim de garantir o equilíbrio do balanço de pagamentos.

A medida que as autoridades macroeconômicas direcionavam a política econômica para o ajuste do balanço de pagamentos abandonavam objetivos de longo prazo. Como apresentado no quinto capítulo as medidas utilizadas para restabelecer o "estado de confiança" da economia brasileira diante de choques externos eram incompatíveis com políticas ativas de investimento e renda.

Este tipo de estratégia, na qual a política de diferencial na taxa de juros garante um ambiente que propicie um constante fluxo de capital externo a fim de cobrir o déficit em transações correntes, nos remeteu a outra conseqüência, o elevado aumento do volume do endividamento interno, bem como seu custo de rolagem. Assim é possível considerar que a estratégia de manter o fluxo de capital externo e o comprometimento com o controle inflacionário contribuíram também para a formação de uma expectativa de risco de insolvência.

A dependência da economia brasileira em relação ao capital externo acarretou, portanto, em limites na condução da política econômica do país. As taxas de crescimento do produto interno apresentadas no capítulo quinto demonstraram que a vulnerabilidade externa da economia brasileira se tornou uma restrição ao crescimento econômico sustentado do país.

Portanto, enquanto os formuladores acreditavam que as políticas implantadas com o Plano Real dariam os contornos do novo modelo de desenvolvimento, o que se observou foi que, em decorrência destas políticas, houve um abandono da estratégia antes de sua completa implementação.

Após a mudança do regime cambial, esta sensibilidade apontou para uma tendência de queda, principalmente a partir de 2002, podemos agregar a sua possível

causa: inicialmente a reversão do saldo comercial, contribuído pela desvalorização cambial, pelo aumento nos preços dos commodities, do aumento da atividade nas economias centrais e do baixo dinamismo interno no período anterior. A redução da dívida externa e a melhora na avaliação das agências classificadoras de risco também contribuíram para a formação de expectativas otimistas quanto à solvência da economia brasileira e conseqüentemente para a redução da vulnerabilidade externa. É necessário, entretanto, aguardar o decorrer dos acontecimentos para se fazer algumas considerações acerca da sustentabilidade da redução da vulnerabilidade externa, se foi decorrência de um ajuste permanente aplicado à economia brasileira ou de uma nova conjuntura apresentada pela economia internacional e que a qualquer sinal de mudança novamente se reverterão as expectativas (recomendação para pesquisa futura). A reversão da conjuntura internacional, a não implementação de uma estratégia de política cambial para acumular reservas internacionais e conseqüentemente evitar a apreciação da taxa real de câmbio podem se apresentar como sinais de uma insustentabilidade da melhora nas contas externas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

ALVES JÚNIOR, Antônio José; PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de. Fragilidade financeira externa e os limites da política cambial no Real. **Revista de Economia Política**. v.19, n. 1 (73), jan./dez. 1999.

ARIENTI, Patrícia F. F.; CAMPOS, Antônio Carlos de. Uma análise crítica do modelo de crescimento econômico brasileiro da década de 1990. **Pesquisa e Debate**. v.14, n. 1(23), pp. 36-59, 2003.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em:<<http://www.bacen.gov.br>>. Acesso em: 03 março. 2005.

BARROS DE CASTRO, Antônio. Limitações e potencialidades da nova safra de investimentos. In: MINEIRO, Adhemar dos Santos; ELIAS, Luiz Antônio; BENJAMIN, César. **Visões da crise**. Rio de Janeiro: Contraponto, 1998. 199p.

BATISTA JR, Paulo Nogueira. Riscos de uma trajetória insustentável. In: MINEIRO, Adhemar dos Santos; ELIAS, Luiz Antônio; BENJAMIN, César. **Visões da crise**. Rio de Janeiro: Contraponto, 1998. 199p.

BAUMAN, Renato (org). **O Brasil e a economia global**. Rio de Janeiro: Campus, 1996. 292p.

BARROS DE CASTRO, Antônio; PIRES DE SOUZA, Francisco E..**A economia brasileira em marcha forçada**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985.

BARROS DE CASTRO, Antônio. O lado real do Real: o debate e algumas surpresas. In: ALMEIDA MAGALHÃES, João Paulo; MINEIRO, Adhemar dos Santos; ELIAS, Luiz Antônio. **Vinte anos de política econômica**. Rio de Janeiro: Contraponto, 1999.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello; ALMEIDA, Júlio Gomes de. **Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002. 412p.

_____. Problemas do desenvolvimento brasileiro. **Revista de Cultura IMAE**. a. 2, n. 8. p.58-63, julho/dezembro. 2002.

_____. Risco sistêmico e crise financeira no Brasil. **Revista de Cultura IMAE**. a. 2, n. 3. p.30-35, janeiro/março. 2001.

_____. Vulnerabilidade externa e crescimento. **Revista de Cultura IMAE**. a. 4, n. 10. p.40-45, julho/dezembro. 2003.

_____. O impasse brasileiro. **Revista de Cultura IMAE**. a. 2, n.6 e 7. p.67-69, janeiro/junho. 2002.

BRUM, Argemiro. **O desenvolvimento econômico brasileiro**. Ijuí, RS: Unijuí, 1997. 571p.

CARCANHOLO, Marcelo Dias; PAINCEIRA, Juan Pablo. **Abertura financeira e vulnerabilidade externa na América Latina**: os impactos sobre Brasil, México e Argentina. 2002. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/publicacoes/discussao/abertura_financeira_e_vulnerabilidade_externa_na_america_latina.pdf>. Acesso em: 10 abril. 2005.

CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise**: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Editora UNESP, 2002. 423p.

CINTRA, Marcos Antônio M.; PRATES, Daniela M.. Os fluxos de capitais internacionais para o Brasil desde os anos 90. **Política Econômica em Foco**. n.1, maio-agosto/2004.

DELFINO NETTO, Antônio. O desemprego é a âncora do Real. In: MINEIRO, Adhemar dos Santos; ELIAS, Luiz Antônio; BENJAMIN, César. **Visões da crise**. Rio de Janeiro: Contraponto, 1998. 199p.

DORNBUSCH, Rudiger; FISCHER, Stanley. **Macroeconomia**. 5. ed. São Paulo: Makron Books, 1991

FERRARI FILHO, Fernando. Uma agenda econômica pós-keynesiana para a economia brasileira: da tríade mobilidade de capital, flexibilidade cambial e metas de inflação à proposição de uma estratégia econômica alternativa. In: BENECKE, Dieter W.; NASCIMENTO, Renata, (orgs). **Opções de política econômica para o Brasil**. Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer, 2003.

FILGUEIRAS, Luiz. **História do plano real**. São Paulo: Boitempo, 2000. 224p.

FRANCO, Gustavo. **O desafio brasileiro**: ensaios sobre desenvolvimento, globalização e moeda. São Paulo: ed. 34, 1999. 349p.

FUNCEX. **Revista Brasileira de Comércio Exterior**. Fundação Centro de Estudos de Comércio Exterior, Rio de Janeiro. Vários Números.

GIAMBIAGI, Fabio. Os anos FHC. In: GIAMBIAGI, Fabio, et alll (org). **Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)**. São Paulo: Campus, 2005.

GOLDENSTEIN, Lidia; SILVA LEME, Maria C.. Mobilidade de capital, âncoras nominais e estabilização. **Economia e Sociedade**. Campinas (4): 161-77, jun. 1995.

GONÇALVES, Reinaldo. **A nova economia internacional: uma perspectiva brasileira**. 3. ed Rio de Janeiro: Campus, 1998 392p.

_____. **Globalização e desnacionalização**. São Paulo: Paz e Terra, 1999. 237p.

_____. Globalização financeira, liberalização cambial e vulnerabilidade externa da economia brasileira. In: BAUMANN, Renato (org). **O Brasil e a economia global**. Rio de Janeiro: Campus, 1996. p. 133-65.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: 20 maio. 2005.

LACERDA, Antônio C. de. Política econômica, reestruturação e vulnerabilidade da economia brasileira nos anos 1990. **Pesquisa e Debate**. v.15, n. 1 (25), pp. 23-48. 2004.

LAPLANE, M. F.; SARTI, F. Investimento direto estrangeiro e a retomada do crescimento sustentado nos anos 90. **Economia e Sociedade**, Campinas, n.8, pp. 143-181, junho 1997.

LESSA, Carlos; SÁ EARP, Fábio. O insustentável abandono do longo prazo. In: ALMEIDA MAGALHÃES, João Paulo; MINEIRO, Adhemar dos Santos; ELIAS, Luiz Antônio. **Vinte anos de política econômica**. Rio de Janeiro: Contraponto, 1999.

MELLO, João Manuel Cardoso de. **O capitalismo tardio: contribuição a revisão crítica da formação e do desenvolvimento da economia brasileira**. 4a ed. São Paulo: Brasiliense, 1986. 182p.

MERCADANTE, Aloízio (org). **O Brasil pós-real: a política econômica em debate**. São Paulo: UNICAMP, 1998. 314p.

MEURER, Roberto; SAMOHYL, Robert. **Conjuntura econômica: entendendo a economia no dia-a-dia**. Campo Grande, MS: oeste, 2001. 126p.

MOREIRA, Carlos Américo L.; SHERER, André Luís. "Mercados emergentes" e novas formas de dependência na América Latina. **Indicadores Econômicoa FEE**. v. 30, n. 1, p. 49-73, junho 2002.

MOREIRA, Mauricio Mesquita; GIAMBIAGI, Fábio. **A economia brasileira nos anos 90**. Rio de Janeiro: BNDES, c1999. 495p.

NAKANO, Yoshiaki; BRESSER-PEREIRA, Luis Carlos. Crescimento econômico com poupança externa?. **Revista de Economia Política**. v. 23, n. 2(90), abril-junho/2001.

NETTO, Delfim. O desemprego é a âncora do Real. In: MINEIRO, Adhemar dos Santos; ELIAS, Luiz Antônio; BENJAMIN, César. **Visões da crise**. Rio de Janeiro: Contraponto, 1998. 199p.

PAULANI, Leda; BRAGA, Marcio Bobik. **A nova contabilidade social**. São Paulo: Saraiva, 2000. 297p.

PRATES, Daniela M.. A sustentabilidade da melhoria nas contas externas. **Política Econômica em Foco**. n. 1, p.31-52, maio-agosto/2003.

SUPLEMENTO. **Política Econômica em Foco**. Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica do Instituto de Economia da Unicamp, São Paulo, 2004. Vários números.

REZENDE, Fernando. Propostas para um novo modelo tributário brasileiro. In: SANTOS, Adhemar M. (org). **Visões da crise**. Rio de Janeiro: Contraponto, 1998. 199p.

ROBERTS, Richards. **Por dentro das finanças internacionais**: guia prático dos mercados financeiros e instituições financeiras. Rio de Janeiro: Jorge Zahar, 2000.

SACHS, Jeffrey D.; LARRAIN, Felipe, B. **Macroeconomia**. São Paulo: Makron Books, 1995.

SICSÚ, João; OREIRO, José Luís; PAULA, Luíz Fernando de. **Agenda Brasil**: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços. Barueri: Manole, 2003.

SOCHAZCEWSKI, Anônio Claudio. Políticas de crescimento e o futuro do Brasil. In: BIELSCHOWSKY, Ricardo; MUSSI, Carlos (org). **Políticas para a retomada do crescimento**: reflexões de economistas brasileiros. Brasília: IPEA: CEPAL, 2002. 207p.

TAVARES, Maria da C.; BELLUZZO, Luis Gonzaga de M.. Desenvolvimento no Brasil - lembrando um velho tema. In: BIELSCHOWSKY, Ricardo; MUSSI, Carlos, (org). **Políticas para a retomada do crescimento**: reflexões de economistas brasileiros. Brasília: IPEA - CEPAL, 2002. 207p.

ANEXOS

1. Taxa de paridade RS/US\$ (dez. 1999=100) entre 1994 e 2002:

| Período | Taxa de paridade | Período | Taxa de paridade | Período | Taxa de paridade |
|---------|------------------|---------|------------------|---------|------------------|
| 1994 01 | 109,0333 | 1997 01 | 89,0876 | 2000 01 | 141,266 |
| 1994 02 | 109,6863 | 1997 02 | 89,5127 | 2000 02 | 139,7964 |
| 1994 03 | 107,2701 | 1997 03 | 89,7594 | 2000 03 | 138,1246 |
| 1994 04 | 108,613 | 1997 04 | 89,6914 | 2000 04 | 140,1584 |
| 1994 05 | 108,8089 | 1997 05 | 90,1608 | 2000 05 | 145,1318 |
| 1994 06 | 106,6669 | 1997 06 | 90,4891 | 2000 06 | 143,8975 |
| 1994 07 | 110,948 | 1997 07 | 90,9525 | 2000 07 | 141,4275 |
| 1994 08 | 105,3062 | 1997 08 | 91,7569 | 2000 08 | 140,6227 |
| 1994 09 | 100,2606 | 1997 09 | 92,3754 | 2000 09 | 143,0842 |
| 1994 10 | 95,4108 | 1997 10 | 92,8855 | 2000 10 | 146,2459 |
| 1994 11 | 92,3309 | 1997 11 | 93,2961 | 2000 11 | 151,2155 |
| 1994 12 | 91,6823 | 1997 12 | 93,1791 | 2000 12 | 151,4831 |
| 1995 01 | 90,423 | 1998 01 | 93,0894 | 2001 01 | 150,6002 |
| 1995 02 | 89,2075 | 1998 02 | 93,3581 | 2001 02 | 154,113 |
| 1995 03 | 93,1668 | 1998 03 | 93,6204 | 2001 03 | 160,4122 |
| 1995 04 | 93,0594 | 1998 04 | 93,9914 | 2001 04 | 167,6203 |
| 1995 05 | 90,3088 | 1998 05 | 94,0575 | 2001 05 | 175,4152 |
| 1995 06 | 90,1947 | 1998 06 | 94,5642 | 2001 06 | 180,6412 |
| 1995 07 | 89,4547 | 1998 07 | 95,5131 | 2001 07 | 184,9255 |
| 1995 08 | 90,0449 | 1998 08 | 96,9455 | 2001 08 | 186,794 |
| 1995 09 | 90,2005 | 1998 09 | 98,1303 | 2001 09 | 198,7974 |
| 1995 10 | 89,8917 | 1998 10 | 98,8855 | 2001 10 | 201,3135 |
| 1995 11 | 88,8381 | 1998 11 | 99,5056 | 2001 11 | 184,1521 |
| 1995 12 | 87,784 | 1998 12 | 100 | 2001 12 | 169,1529 |
| 1996 01 | 87,5849 | 1999 01 | 124,0948 | 2002 01 | 168,8287 |
| 1996 02 | 87,8411 | 1999 02 | 156,296 | 2002 02 | 171,935 |
| 1996 03 | 88,4881 | 1999 03 | 153,4238 | 2002 03 | 166,6529 |
| 1996 04 | 88,3757 | 1999 04 | 137,3785 | 2002 04 | 164,5945 |
| 1996 05 | 87,8768 | 1999 05 | 136,4507 | 2002 05 | 175,7859 |
| 1996 06 | 87,3024 | 1999 06 | 142,9892 | 2002 06 | 191,2775 |
| 1996 07 | 86,9161 | 1999 07 | 145,1801 | 2002 07 | 204,7056 |
| 1996 08 | 87,2086 | 1999 08 | 151,1969 | 2002 08 | 215,0981 |
| 1996 09 | 87,9775 | 1999 09 | 152,7308 | 2002 09 | 230,264 |
| 1996 10 | 88,4225 | 1999 10 | 157,2502 | 2002 10 | 257,3 |
| 1996 11 | 88,7463 | 1999 11 | 152,7438 | 2002 11 | 233,4732 |

2. Estoque trimestral de reservas internacionais líquidas e ajustadas (US\$ milhões) entre 1994 e 2002.

| Período | Reservas | Período | Reservas | Período | Reservas |
|---------|----------|---------|----------|---------|----------|
| 1994:1 | 38282 | 1997:2 | 57615 | 2000:3 | 31431 |
| 1994:2 | 42881 | 1997:3 | 61931 | 2000:4 | 33011 |
| 1994:3 | 43455 | 1997:4 | 52713 | 2001:1 | 37407 |
| 1994:4 | 38806 | 1998:1 | 68594 | 2001:2 | 37318 |
| 1995:1 | 33742 | 1998:2 | 70898 | 2001:3 | 40054 |
| 1995:2 | 33512 | 1998:3 | 45811 | 2001:4 | 38886 |
| 1995:3 | 48713 | 1998:4 | 44556 | 2002:1 | 36721 |
| 1995:4 | 51840 | 1999:1 | 33848 | 2002:2 | 41999 |
| 1996:1 | 55753 | 1999:2 | 41345 | 2002:3 | 38381 |
| 1996:2 | 59997 | 1999:3 | 42561 | 2002:4 | 37823 |
| 1996:3 | 58775 | 1999:4 | 36342 | | |
| 1996:4 | 60110 | 2000:1 | 39200 | | |
| 1997:1 | 58980 | 2000:2 | 28265 | | |

3 Estimativa do Passivo Externo líquido

Resultado:

Passivo Externo (US\$: milhões)

| Ano | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|---------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Passivo Externo (1) | 313.971,12 | 354.438,00 | 413.119,09 | 463.905,92 | 561.296,44 | 567.826,65 | 587.269,54 | 617.059,96 | 634.801,34 |
| Item | | | | | | | | | |
| Dívida externa | 119.668,00 | 129.313,00 | 144.092,00 | 167.760,00 | 220.348,00 | 203.339,00 | 196.179,00 | 192.721,00 | 195.587,00 |
| Estoque de investimentos | 194.303,12 | 225.125,00 | 269.027,09 | 296.145,92 | 340.948,44 | 364.487,65 | 391.090,54 | 424.338,96 | 439.214,34 |
| Direto | 46.571,00 | 48.721,00 | 59.513,00 | 78.406,00 | 107.262,00 | 135.840,00 | 168.619,00 | 191.076,00 | 207.666,00 |
| Portfólio | 91.244,83 | 101.617,00 | 123.638,67 | 134.546,60 | 153.128,81 | 156.671,17 | 165.321,95 | 166.194,08 | 161.396,65 |
| Derivativos | 249,57 | 530,00 | 629,31 | 793,01 | 1.050,42 | 1.692,65 | 2.078,29 | 2.644,86 | 3.578,05 |
| Outros Investimentos | 56.237,72 | 74.257,00 | 85.246,12 | 82.400,30 | 79.507,21 | 70.283,83 | 55.071,29 | 64.424,02 | 66.573,64 |
| Total: | 313.971,12 | 354.438,00 | 413.119,09 | 463.905,92 | 561.296,44 | 567.826,65 | 587.269,54 | 617.059,96 | 634.801,34 |
| Ativo Externo (2) | 49.696,08 | 67.062,88 | 85.721,29 | 79.594,58 | 87.398,28 | 85.742,18 | 89.961,28 | 98.977,28 | 108.237,38 |
| Item | | | | | | | | | |
| Estoque de investimentos | 10.889,88 | 15.222,88 | 25.610,88 | 27.421,88 | 42.841,88 | 49.399,88 | 56.949,88 | 63.110,88 | 70.413,88 |
| Direto | 6.077,84 | 7.173,84 | 6.704,84 | 7.820,84 | 10.674,84 | 12.364,84 | 14.646,84 | 12.388,84 | 14.870,84 |
| Portfólio | 2.310,00 | 3.465,00 | 3.868,00 | 2.160,00 | 2.617,00 | 2.358,00 | 4.054,00 | 4.849,00 | 5.170,00 |
| Derivativos | 33,04 | 296,04 | 434,04 | 850,04 | 1.567,04 | 2.297,04 | 2.880,04 | 3.918,04 | 5.207,04 |
| Outros investimentos | 2.469,00 | 4.288,00 | 14.604,00 | 16.591,00 | 27.983,00 | 32.380,00 | 35.369,00 | 41.955,00 | 45.166,00 |
| Ativos de reservas | 38.806,20 | 51.840,00 | 60.110,41 | 52.172,70 | 44.556,40 | 36.342,30 | 33.011,40 | 35.866,40 | 37.823,50 |
| Total: | 49.696,08 | 67.062,88 | 85.721,29 | 79.594,58 | 87.398,28 | 85.742,18 | 89.961,28 | 98.977,28 | 108.237,38 |
| Passivo externo líquido (1-2): | 264.275,04 | 287.375,12 | 327.397,80 | 384.311,34 | 473.898,15 | 482.084,47 | 497.308,25 | 518.082,68 | 526.563,96 |