

**Reformas liberais, estabilidade e estagnação.  
(A economia brasileira na década de 90)**

Ricardo de Medeiros Carneiro

Tese de Livre-Docência apresentada ao  
Instituto de Economia da Universidade  
Estadual de Campinas – UNICAMP.

Campinas, São Paulo

Maio 2000.

2000/19302

CE/UNICAMP  
C215r  
E/42427

**CEDOC/IE/UNICAMP**

## Agradecimentos

A realização deste trabalho só foi possível devido ao concurso de vários apoios. No plano institucional contou com o auxílio da FAPESP, através de uma bolsa de pesquisa no exterior que permitiu ao autor a realização de estudos na University of London/Institute of Latin American Studies.

No desenvolvimento da tese foi de inestimável valia a discussão com vários colegas do Instituto de Economia da Unicamp, em particular, com Luiz Gonzaga Belluzzo e Jorge Mattoso. No plano das idéias destaco ainda as críticas e sugestões de Daniela Prattes e Cristina Penido.

Foram também de grande benefício os debates com os alunos dos cursos de graduação e pós-graduação na disciplina de Economia Brasileira Contemporânea.

A editoração eletrônica do texto contou com a ajuda competente de Célia Maria Passarelli Quitério, ficando a revisão de idioma a cargo de Isabel Petronilha Costa. A preparação do Memorial em tempo hábil só foi possível devido ao trabalho diligente de Helena Lopes da Silva.

No âmbito pessoal, o apoio e solidariedade de Fátima foi essencial para que fossem atenuadas as tensões que sempre acompanham este tipo de atividade.

A todos, meus agradecimentos.

# Sumário

<b>Introdução</b> .....	1
<b>Capítulo 1</b>	
<b>Globalização financeira e inserção periférica</b> .....	3
1.1. Aspectos da nova dinâmica da economia .....	4
1.2. A globalização como ordem internacional .....	10
1.3. Instituições e atores relevantes .....	17
1.4. Os anos 90 e a integração da periferia .....	25
1.5. A crise na periferia e as possibilidades de contágio .....	34
<b>Capítulo 2</b>	
<b>A abertura financeira</b> .....	43
2.1. A conversibilidade da conta de capital: caracterização .....	44
2.2. Evolução e composição dos fluxos de capitais .....	49
2.2.1. O investimento direto estrangeiro .....	50
2.2.2. O investimento de porta-fólio .....	53
2.2.3. O endividamento por títulos .....	58
2.2.4 O endividamento bancário de curto prazo .....	62
2.3. A desnacionalização do setor bancário .....	63
2.4. A substituição monetária .....	67
2.5. Implicações da abertura financeira .....	70
<b>Capítulo 3</b>	
<b>Abertura comercial, reestruturação produtiva e inserção externa</b> .....	75
3.1. Abertura comercial e especialização produtiva .....	77
3.2. Abertura comercial e inserção externa .....	85
3.3. Abertura, privatização e estrutura da propriedade .....	94
3.4. Dinâmica do crescimento e investimento .....	97

## **Capítulo 4**

<b>A estabilização da moeda: o Plano Real</b> .....	109
4.1. Antecedentes e pré-requisitos do Plano Real .....	112
4.2. Impactos imediatos do Plano Real .....	119
4.3. Efeitos adicionais do Plano Real .....	124
4.4. Estabilidade <i>versus</i> crescimento .....	135
<b>Conclusões</b> .....	137
<b>Bibliografia</b> .....	143

## Introdução

O objetivo deste trabalho é discutir os efeitos das reformas liberais, postas em prática nos anos 90, sobre a economia brasileira. Não foram poucas as mudanças institucionais levadas a cabo durante esta década. Estas transformações, embora com nítido caráter regressivo, constituem uma tentativa de reorientação do sistema econômico nacional de grande profundidade e com poucos paralelos históricos neste século.

Para realizar tal tarefa começamos, no capítulo 1, por caracterizar o ambiente internacional no qual a economia nacional está inserida. Por conseguinte, este capítulo trata dos vários aspectos relacionados à nova dinâmica da economia capitalista, com destaque para a dominância da acumulação financeira, e para as características centrais do sistema monetário-financeiro global.

Postas as referências mais gerais passamos a discutir no capítulo 2 o primeiro aspecto da liberalização, relativo à abertura financeira. Com o intuito de avaliar seus impactos sobre o balanço de pagamentos e o financiamento da economia, enfatizamos 3 dimensões principais desse processo: a crescente conversibilidade da conta de capital, a desnacionalização da propriedade do sistema bancário e os mecanismos de substituição monetária.

No capítulo seguinte a ênfase é sobre a abertura comercial e seus impactos sobre a reestruturação produtiva da economia e sua inserção externa do ponto de vista dos fluxos de comércio. Adicionalmente, procura-se também analisar como a combinação das aberturas comercial e financeira modificou a estrutura de propriedade do setor produtivo. Em última instância, procura-se determinar como essas modificações alteraram os fatores dinâmicos da economia brasileira.

Por fim, no capítulo 4 discute-se a estabilidade monetária implementada através do Plano Real. O eixo da análise é o das relações entre o valor interno e externo da moeda, ou seja, das condições para o seu estabelecimento e sustentação em prazos maiores. Neste capítulo procura-se também indicar as implicações da estabilização da moeda, principalmente no que diz respeito ao crescimento econômico.

# Capítulo 1

## Globalização financeira e inserção periférica

Este capítulo propõe-se a examinar as características do processo de globalização que nos parecem essenciais como definidoras de uma ordem econômica internacional. Os objetivos são os de apreender os principais traços do processo com o intuito de estabelecer as formas e os limites da inserção dos países periféricos.

Admite-se como hipótese central que a globalização é a resultante da interação de dois movimentos básicos: no plano doméstico da progressiva *liberalização financeira* e no plano internacional da crescente *mobilidade dos capitais*. Está implícita na hipótese anterior a idéia de que a globalização produtiva é um fenômeno subordinado. Ou seja, a onda de inovações que tem transformado os processos produtivos e a organização dos mercados e promovido um crescimento sem paralelo do Investimento Direto Estrangeiro tem seus limites ditados pela dominância da acumulação financeira.

A partir dessa hipótese geral procura-se discutir inicialmente as questões relativas à nova dinâmica da economia nos países centrais. Ou seja, a influência da progressiva liberalização financeira sobre o processo de acumulação de capital ou, mais precisamente, os efeitos da crescente importância da riqueza financeira sobre a acumulação produtiva. Mais ainda, pretende-se, com base na literatura pertinente, compreender como a proeminência das finanças tem influenciado os gastos correntes e como tem conduzido a uma crescente instabilidade cuja expressão maior seria o ciclo de ativos.

No exame da globalização como ordem internacional será considerado, de início, o conjunto de aspectos que definem o núcleo do Sistema Monetário Internacional. Além da questão primordial referente ao grau de mobilidade dos

capitais, serão considerados o regime cambial predominante, a hierarquia entre as moedas e as principais formas que assumem os fluxos de capitais.

Em seguida procura-se caracterizar os principais agentes do processo destacando os Investidores Institucionais, as Empresas, os Bancos aos quais correspondem respectivamente os fluxos de capitais de porta-fólio, Investimento Direto e Crédito de Curto Prazo. Procura-se explicitar as linhas gerais de atuação de cada um desses agentes, tais como importância, objetivos e estratégia, bem como a diferenciação existente entre eles.

Na seqüência, discutem-se as diferentes formas de inserção de países ou regiões no sistema global. A distinção fundamental nesse caso foi entre países centrais, com moeda conversível e países periféricos, sem moeda conversível. Além de explicitar os determinantes gerais dos fluxos intra e intergrupos de países procurou-se explorar as diferenciações existentes entre as distintas periferias, em especial a Ásia e a América Latina.

Ao final do trabalho analisam-se as crises recentes dos países periféricos mostrando como elas adquirem crescentemente implicações sistêmicas. Ademais procura-se também especular sobre os desdobramentos da crise recente nos países da periferia, no que tange às suas condições de acesso ao mercado internacional de capitais.

### **1.1. Aspectos da nova dinâmica da economia**

Como foi dito anteriormente, o intento principal desse item é examinar como o processo de liberalização ou desregulação financeira influenciou sobre a dinâmica da economia, ou seja, como a acumulação financeira condiciona a acumulação produtiva. Dentre as várias contribuições sobre o assunto nos apoiaremos principalmente naquelas da escola da regulação e em particular nos trabalhos de Aglietta (1995) e na coletânea organizada por Chesnais (1999), bem como nas contribuições da Escola de Campinas com destaque para Coutinho & Belluzzo (1997), Belluzzo (1997) e Braga (1997). O ponto em comum a essas análises é a tese de que a liberalização financeira deu origem a um tipo de capitalismo com menor dinamismo e maior instabilidade quando comparado ao sistema vigente no pós-guerra e, mais ainda, inverteu o sentido

de determinação das crises que passaram a originar-se na órbita financeira deslocando-se a partir daí para o plano produtivo.<sup>1</sup>

As contribuições de Belluzzo (1997) e Braga (1997), ressaltam a dominância do financeiro na dinâmica da economia. Esta supremacia é vista a partir do desenvolvimento da função financeira no âmbito do capitalismo. A rigor, o conceito mais importante associado ao desenvolvimento desta última é o de capital fictício. Ou seja, enquanto os ativos tangíveis têm um valor que é dado pelo seu custo de reposição ou custo de produção, os ativos intangíveis têm o seu valor calculado exclusivamente pela capitalização do fluxo de rendimentos. Os ativos tangíveis têm claramente definidos os limites da valorização enquanto os intangíveis não têm ou, pelo menos, eles são bem mais elásticos.

A rigor, os ativos tangíveis possuem um duplo método de fixação do valor: pelo custo de reposição (preço de oferta) e pela capitalização dos rendimentos esperados (preço de demanda). Aliás, esta é a base para a decisão de investimento na teoria keynesiana. A diferença está em que no caso dos ativos intangíveis não há nenhuma base real de comparação, pois não há custo de produção.<sup>1</sup> Ou seja, a partir de um valor inicial que reflete a capitalização de rendimentos a uma dada taxa de juros, o valor desse ativo pode flutuar mais intensamente ao sabor da oferta e da demanda.<sup>1</sup>

O crédito é considerado elemento essencial para a possibilidade da valorização da riqueza financeira através do aumento da procura pelos ativos intangíveis e da conseqüente elevação de seu preço, devido à oferta relativamente rígida no curto prazo. Isto porque cria demanda adicional por esse conjunto de ativos que compõe a riqueza financeira. A decisão de compra, por sua vez, ocorrerá em função da comparação entre a taxa de retorno esperada implícita na variação de preços dos ativos vis-à-vis a taxa de juros à qual se obtém financiamento para efetuar a compra.

---

(1) Essa é uma postulação fundada na teoria keynesiana que não reconhece a existência de uma taxa natural ou "real" de juros. A admissão dessa última por parte da teoria neoclássica muda os termos do problema. Esta teoria reconhece a flutuação no valor dos ativos intangíveis provocada por variações de curto prazo, tanto na demanda de títulos quanto nas taxas de juros. Todavia, como há uma taxa de juros natural ou real para a qual a taxa de curto prazo converge, o preço dos títulos também convergirá para seus valores normais. Isto elimina a possibilidade de processos especulativos recorrentes. Em síntese, não há razões permanentes para especular com ativos cujos preços tendem para seus valores de equilíbrio.

Isto posto, cabe esclarecer as relações entre as duas formas de riqueza. Ou seja, como a acumulação financeira ou fictícia, que é hegemônica, condiciona ou determina a acumulação produtiva. Essa nova dinâmica da economia teria sua expressão principal no denominado ciclo de ativos.

O início da expansão ocorreria como em qualquer processo cíclico, com ampliação de poder de compra pelo sistema bancário através do aumento do crédito. A primeira peculiaridade diz respeito ao destino desse crédito. Uma parte expressiva do mesmo é direcionada para a compra de ativos mobiliários ou mesmo imobiliários. *Essa é uma inovação produzida pela liberalização financeira através da consolidação das finanças de mercado e resulta do aprofundamento dos mercados de ativos intangíveis, dando-lhes maior liquidez e reduzindo o risco de mercado, permitindo que se tornem objeto de acumulação.*

Como no mercado de ativos a oferta de títulos referentes a direitos sobre a propriedade ou a renda – de ativos mobiliários ou imobiliários –, é inelástica no curto prazo, o efeito de um crescimento da demanda impulsionada pelo crédito é um aumento dos preços desses ativos. Dado que a liberalização financeira ampliou consideravelmente a participação dos ativos financeiros na riqueza ou patrimônio das famílias e empresas, o incremento dos preços desses ativos terá um impacto significativo na decisão quanto aos gastos correntes, ou seja, afetará de forma significativa as decisões de consumo e investimento.

No que diz respeito às famílias, a crescente importância dos ativos financeiros na sua riqueza determina um descolamento entre os gastos e a renda corrente. Isto é, a propensão a consumir deixa de ser uma função estável da renda e passa a oscilar de acordo com o valor da riqueza financeira. Um crescimento dos preços dos ativos pode determinar uma ampliação dos gastos de consumo sem que a renda se tenha alterado, simplesmente porque as famílias se sentem e de fato estão mais ricas, pelo menos temporariamente. Ao revés, uma queda do valor dos ativos pode determinar uma redução do consumo independentemente da renda, dado que as famílias se sentem mais pobres e tentam recompor, através de uma poupança maior, seus níveis prévios de riqueza. A rigor, o que está em questão é que o gasto de consumo

perde sua conexão imediata com a renda corrente e passa a se vincular prioritariamente com o preço dos ativos intangíveis.

Do ponto de vista das empresas, o impacto do ciclo de preços dos ativos nas decisões de gasto também é significativo devido ao crescente peso da riqueza financeira nos patrimônios. Um aumento do valor dos ativos altera a relação ativos totais/dívidas permitindo às empresas elevarem o montante de endividamento e conseqüentemente os seus gastos na ampliação da produção corrente ou com acumulação de capital. De maneira simétrica, uma reversão dos preços dos ativos que constituem o patrimônio das empresas deteriora a relação ativos totais/dívidas, implicando a redução dos gastos.

Os mecanismos de aumento de gastos induzido por crescimento da riqueza financeira são potenciados pelo crédito. Um aumento do valor dos ativos de propriedade das empresas permite o seu uso como colateral possibilitando um maior endividamento junto aos bancos para gastos, incluindo a compra de ativos financeiros, exacerbando o movimento inicial e alimentando o ciclo de valorização.

Do que foi dito acima, fica claro que o ciclo de ativos desempenha um papel essencial na dinâmica da economia ao influenciar a propensão ao endividamento das empresas, a propensão a consumir das famílias e, portanto, os gastos correntes. O essencial passa a ser o comportamento dos preços dos ativos ou mais precisamente o seu ciclo de preços. Desse ponto de vista há uma relação essencial a ser considerada, qual seja, aquela existente entre o preço esperado ou valorização esperada do ativo e a taxa de juros à qual os agentes se financiam para adquiri-los.

O que está em jogo na lógica anterior é que os ativos são comprados numa perspectiva especulativa, ou seja, com o objetivo de realizar ganhos patrimoniais. Isto, obviamente, só é possível num ambiente de finanças liberalizadas e com a existência de mercado financeiros profundos. A rigor, a própria existência de mercados desenvolvidos muda a motivação da compra de ativos. Estes não são mais adquiridos em função da série de rendimentos futuros que irão proporcionar, mas da expectativa de ganhos patrimoniais. Assim sendo, o núcleo da questão a ser explicada é o de como a expectativa de valorização excede ou é excedida pela taxa de juros, pois é em função

dessas considerações que o mercado torna-se comprador ou vendedor desencadeando o ciclo de preços dos ativos.

A questão pode ser reduzida à explicação de como o ciclo de preços é revertido, isto é, a partir de que momento o conjunto dos agentes relevantes deixa de apostar numa valorização dos preços desses ativos acima da taxa de juros. Não há, a rigor, uma teoria da determinação do ponto de reversão, dado que são inumeráveis os fatores que o condicionam. Todavia, a experiência histórica atesta a inevitabilidade dessa reversão. A contribuição de Kindleberger (1978), ao mapear num período histórico longo os vários processos de especulação e reversão, constitui uma referência fundamental.

Via de regra, a reversão ocorre por uma recusa dos financiadores em continuar emprestando aos especuladores, o que interrompe o ciclo de alta de preços. A redução dos preços dos ativos que daí resulta tem variadas implicações. Do ponto de vista das empresas e famílias, esta diminuição explicita uma alteração da relação entre patrimônio/endividamento no caso das primeiras e entre riqueza/poupança no caso das segundas. Quanto às empresas, a estratégia será a de reduzir gastos para diminuir o endividamento e restabelecer uma relação entre patrimônio próprio e de terceiros menos vulnerável. No caso das famílias, a queda no valor da riqueza determina uma elevação da poupança e, portanto, queda no consumo, como tentativa de restabelecer os valores prévios do patrimônio.

Um efeito previsível da reversão do ciclo de ativos é, por conseguinte, uma redução do gasto corrente em consumo e investimento e, portanto, uma recessão de maior ou menor intensidade. Esta última estará, em grande parte, determinada pela forma como a reversão atingirá o sistema bancário, que é o bancador das posições especulativas. A queda no preço dos títulos é, simultaneamente, uma deterioração do valor e qualidade dos ativos bancários, ou seja, o momento no qual a fragilidade financeira dos bancos se explicita e que pode determinar uma retração do crédito (*credit crunch*) de maior ou menor intensidade. É exatamente a amplitude desse racionamento do crédito que reflete o impacto nos bancos e na sua avaliação sobre o futuro, e que determinará a magnitude e intensidade da recessão. A recuperação somente ocorrerá quando os bancos voltarem ao financiamento das compras de ativos, conduzindo a uma recuperação de seus preços.

Do que foi dito, cabe ressaltar a relevância da órbita financeira como determinante das crises. Melhor dizendo, estas ocorrem basicamente na esfera financeira e mais precisamente na avaliação dos riscos de continuar expandindo o crédito para alimentar o ciclo de ativos. A partir da reversão dos preços dos ativos estabelece-se uma cadeia de efeitos que passam pela intensidade da redução de gastos por parte das famílias e empresas e o grau de contração do crédito pelos bancos. Quanto mais intensos ambos, maior a intensidade da recessão.

A análise do ciclo de ativos chama a atenção para outros aspectos da dinâmica capitalista num sistema caracterizado por finanças liberalizadas, ou de mercado. Estamos nos referindo especificamente à financeirização, entendida como uma norma de ação dos vários agentes econômicos, sejam eles empresas, famílias ou instituições financeiras. A questão essencial é que o aprofundamento das finanças de mercado modifica o comportamento dos vários tipos de agentes, cuja lógica de investimento se transforma e adquire um caráter especulativo.

Quanto mais aprofundada a liberalização, mais a lógica especulativa toma conta dos agentes. Ou seja, com mercados amplos e líquidos o objetivo de qualquer investimento não é o de adquirir ativos que possam produzir um fluxo de rendimentos que capitalizados à taxa de juros corrente, superem o valor inicial desembolsado. Essa diferença entre preço de compra e valor de mercado é determinada pela variação de curto prazo no valor de mercado desses ativos que, no mais das vezes, ocorre de maneira independente da evolução dos fundamentos. A questão essencial é que a riqueza dos vários agentes adquire uma liquidez crescente aproximando-a da forma mais líquida e abstrata, o dinheiro. Decorre daí que a lógica da sua valorização também passe a ser a da forma mais líquida, ou seja D-D'.

A maneira pela qual esse processo influencia o comportamento econômico das famílias e a dinâmica dos gastos de consumo parece ter ficado clara na explicação acima. Já quanto ao comportamento das empresas e do investimento, alguns comentários adicionais se fazem necessários. A financeirização amplia o escopo do investimento puramente patrimonial das empresas, ou seja, aqueles realizados com o intuito de obter ganhos

patrimoniais imediatos. Mais que isto, impõe mudanças profundas nos objetivos, estratégia e gestão das empresas.

De acordo com Plihon (1999), olhando-se a empresa da ótica dos 3 grupos mais relevantes – acionistas, dirigentes, assalariados – o novo regime de acumulação significa uma mudança na correlação de forças em favor do primeiro grupo, modificando completamente sua operação. Como consequência, a principal transformação observada é a orientação em direção à busca da criação de um crescente valor acionário através da obtenção da maior cotação possível nas bolsas de valores.

Pode-se afirmar que o objetivo central das empresas passa a ser sustentar elevadas e crescentes relações *Preço/Lucro*. Há, portanto, um conjunto de operações que visam diretamente a sustentação ou elevação dos preços das ações, como certos tipos de fusões e aquisições ou, principalmente, processos de recompra – alavancados ou não – de ações negociadas em Bolsa. Outras operações – *recentragem, reengenharia* – visam sobretudo manter o fluxo de lucros correntes e portanto sustentar as expectativas recorrentes de valorização.

## **1.2. A globalização como ordem internacional**

A grande maioria dos autores que analisam a ordem econômica internacional concorda em apontar o grau de *mobilidade dos capitais* como o elemento central na configuração dessa ordem. Assim, a denominada globalização pode ser caracterizada como uma ordem econômica na qual são progressivamente eliminadas as restrições a essa mobilidade. Concretamente isso se traduziu no aumento contínuo das transações cambiais e dos fluxos brutos de capitais internacionais. Esses fluxos de capitais apartaram-se dos desequilíbrios em transações correntes dos vários países assumindo valores várias vezes superiores aos mesmos. Ou seja, ocorreu uma crescente autonomia do movimento de capitais diante das necessidades de financiamento corrente dos países.

No que tange à mobilidade dos capitais adotamos a tese de Helleiner (1994) para quem essa mobilidade não deve ser considerada como um

resultado natural do desenvolvimento ou fruto do progresso tecnológico, mas como fruto de determinadas escolhas. Desta maneira, a livre mobilidade dos capitais resulta de iniciativas concretas do Estado em consonância com os interesses de determinados grupos econômicos. Dada a natureza do dinheiro, em especial a sua fungibilidade, a organização de uma ordem internacional na qual os fluxos de capitais tenham a mobilidade limitada implica o estabelecimento de regras gerais a partir de controles na origem e no destino dos fluxos.<sup>2</sup>

Conforme mostrado por Eichengreen (1996), as ordens internacionais caracterizadas por maior ou menor limitação à mobilidade dos capitais se sucedem historicamente. A passagem de um regime a outro depende de circunstâncias históricas específicas. A rigor, os controles ou restrições à mobilidade de capitais sempre tiveram custos políticos internos ou externos. Apenas em determinadas circunstâncias ou correlação de forças esses controles tornam-se inviáveis.

Do ponto de vista da hipótese colocada anteriormente, a mais importante razão para o impulso à globalização e a substituição da ordem regulada de Bretton Woods foi a mudança de posição de países-chave no sistema internacional, especialmente os anglo-saxões, no final dos anos 70.

Os Estados Unidos perdem a sua liderança tecnológica e comercial e passam a apostar na reafirmação de sua hegemonia através de seu poderio financeiro, fundado no uso do dólar como moeda reserva pelo sistema internacional. A Inglaterra só pode aspirar a continuar como país importante através da constituição e ampliação de uma praça financeira *off-shore*. Por fim, o Japão, às voltas com superávites recorrentes nas transações correntes, também torna-se interessado na liberalização dos fluxos de capitais.

Esse ponto de vista é reforçado por Tavares & Melin (1997), para quem a reafirmação da hegemonia americana teria ocorrido após uma década de fragilização da posição desse país durante os anos 70. A rigor, foi a transnacionalização dos capitais americanos no pós-guerra – bancário e

---

(2) Um exemplo elucidativo sobre a natureza da ação do Estado diz respeito às diferenças entre o comércio e as finanças. No primeiro caso a constituição de uma ordem liberal requer um grande ativismo e adesão negociada por parte dos Estados Nacionais. No caso das finanças é exatamente a ausência de ações concretas que conduz a uma ordem liberal.

produtivo – que criou fortes competidores fora do espaço americano, deteriorando progressivamente sua hegemonia produtiva e comercial.

O instrumento essencial da retomada desta hegemonia foi a subida da taxa de juros ao final de 1979, que obrigou os demais países avançados a dois movimentos: a obtenção de superávites comerciais para financiar os déficits da conta de capital e a realização de políticas monetárias e fiscais restritivas para reduzir a absorção doméstica. Para o conjunto desses países o resultado foi um menor dinamismo do crescimento econômico quando comparado à denominada idade de ouro, período que vai do imediato pós-guerra a meados dos anos 70.

A alternativa que se colocava cada vez com maior intensidade para os Estados Unidos ao longo dos anos 70, diante da moeda apreciada e de déficits recorrentes no balanço de transações correntes e no setor público, era a de uma desvalorização da moeda combinada com uma política fiscal contracionista. A aposta na elevação das taxas de juros e na crescente liberalização financeira viabilizou o financiamento para os déficits sem a necessidade de recorrer a ajustes intensos e muito rápidos. Em síntese, permitiu aos Estados Unidos a manutenção da autonomia da sua política econômica doméstica.

A reafirmação da hegemonia do dólar pode ser definida em termos das características da sua moeda. Pelo fato dos Estados Unidos serem a potência dominante em termos políticos e militares e possuírem os mercados financeiros mais amplos e profundos, a moeda americana constitui a principal reserva de valor da riqueza financeira global. Por essa razão, a desregulação e liberalização dos mercados financeiros nos países centrais, além de atrair fluxos de capitais crescentes para os Estados Unidos, se faz acompanhar de uma crescente denominação, em dólar, das operações em outros países, tornando-o a principal moeda dos mercados financeiros globalizados.

Autores como Helleiner (1994) chamam a atenção para fatores ideológicos subjacentes à globalização, em especial a perda de hegemonia do *embedded liberalism* em favor do neoliberalismo. A nova ideologia descarta os controles de capitais como instrumentos relevantes, pois abandonaram-se os fundamentos econômicos que o justificavam – sistema de taxas de câmbio

fixas e autonomia da política econômica doméstica – em favor do sistema de taxas flexíveis e a interdependência das políticas domésticas.

Assim, o grau de liberdade do movimento dos capitais é o elemento central na constituição de um sistema monetário internacional. O outro aspecto relevante é o regime cambial com taxas fixas ou flexíveis. Eichengreen (1996) prega corretamente que um regime de livre mobilidade de capitais só é compatível com um sistema cambial de taxas flexíveis. Dito de outra maneira, um sistema de taxas fixas de câmbio requer altas restrições à mobilidade de capitais, sob pena desta última inviabilizar a manutenção das paridades fixas.

As exceções ocorreriam por conta do sacrifício que se quisesse impor à autonomia da política econômica doméstica. Vale dizer, se os objetivos da política econômica doméstica são os de defender as paridades fixas quaisquer que sejam os custos internos, é possível conciliar a livre mobilidade com um sistema de taxas fixas. O padrão-ouro é apontado como exemplo mais significativo da coexistência de taxas fixas e livre mobilidade de capitais.

Dada a existência de mobilidade de capitais só é possível escolher entre regimes de taxas de câmbio alternativos utilizando a autonomia da política doméstica como variável de ajuste. No contexto da globalização, o regime predominante é o de taxas de câmbio flutuantes no qual, em tese, se preserva alguma autonomia da política doméstica. Os sistemas com taxas fixas – *currency board* – são possíveis, mas às custas do total sacrifício das metas de política econômica internas.

Do que foi exposto anteriormente, podem-se deduzir as principais características da economia internacional que vão constituir a essência da globalização: a centralidade do dólar; o regime de taxas de câmbio flutuantes; a livre mobilidade de capitais. Ou seja, na globalização, o sistema monetário-financeiro internacional constitui-se como um sistema hierarquizado, no qual o dólar é o núcleo do sistema. A partir desse núcleo, e dada a existência de livre mobilidade de capitais formam-se as demais taxas de juros e câmbio do sistema.

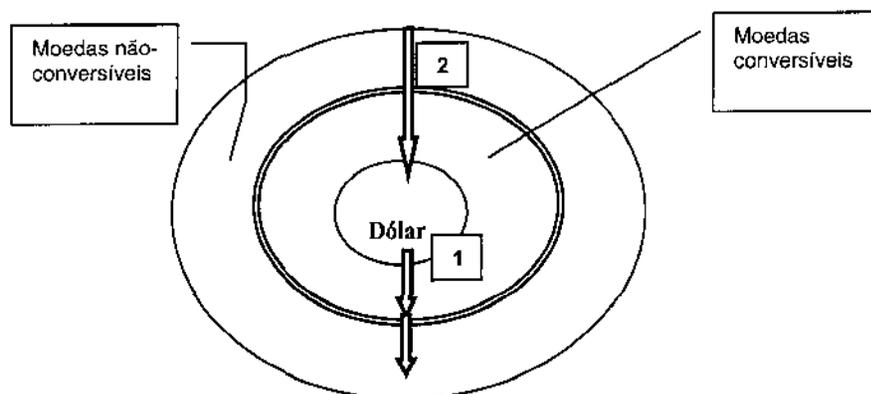
O desenho a seguir representa de maneira simplificada o funcionamento do sistema monetário internacional globalizado. Pode-se perceber a existência de 3 categorias de moeda: a moeda reserva (dólar) as moedas conversíveis (países centrais) e as moedas não-conversíveis (países periféricos). No âmbito

da moeda central define-se a taxa de juros básica do sistema. Obviamente ela é a menor de todas, pois remunera um investimento que é feito na moeda mais forte do sistema e que é vista como a mais segura pelos detentores dos capitais.

À medida que se caminha para fora do núcleo do sistema, as taxas de juros vão se elevando, dado que as moedas vão se tornando menos seguras (seta 1 da Figura 1). Pode-se interpretar o fenômeno de outra maneira e afirmar que os proprietários dos capitais exigem um prêmio maior para investir nas moedas menos seguras. Visto o problema de outro ângulo (seta 2 da Figura 1) pode-se afirmar que os proprietários de capitais na periferia aceitam taxas de remuneração menores para investir nas moedas mais fortes.

Essa conformação do sistema monetário internacional define uma regra de formação das taxas de juros que é desfavorável aos países da periferia e até mesmo aos outros países centrais. A taxa de juros fora do núcleo é sempre a taxa paga pela moeda central, acrescida de um *risco país*. Esse último é determinado principalmente pela avaliação e classificação de agências especializadas e transmite-se aos títulos do país que são negociados nos principais mercados, principalmente o americano.

Figura 1  
Operação do Sistema Monetário Internacional



O importante a salientar é que dada a livre mobilidade dos capitais não há possibilidade dos países periféricos participantes do sistema não aceitarem essa regra de formação das taxas de juros. Isso porque na hipótese de fixarem taxas de juros internas abaixo da taxa fixada pelo mercado, não só deixariam de receber capitais como provocariam uma fuga dos capitais locais.

A possibilidade de escapar dessa regra existe apenas para os países de moeda conversível, ou seja, para onde há um fluxo permanente de capitais produtivos e financeiros. Nesse caso, a fixação das taxas de juros internas abaixo do valor do mercado implica a saída de capitais e a conseqüente desvalorização da taxa de câmbio. Essa, por sua vez, tem um piso a partir do qual passa a ser interessante a volta dos capitais, para adquirir ativos produtivos ou financeiros a baixo preço, devido à moeda desvalorizada.

No caso das moedas não-conversíveis, essa alternativa não existe. Isso porque não há piso para a desvalorização da taxa de câmbio. Ou seja, caso haja fuga de capitais, a desvalorização pode prosseguir para limites bem mais amplos sem desencadear o retorno dos capitais, pois pode não haver interesse dos capitais na compra de ativos adicionais no país em questão. Nesse caso, portanto, a fixação de taxas de juros abaixo daquela estabelecida no mercado internacional pode levar a uma desvalorização descontrolada da moeda do país e no limite a uma crise de confiança que questiona a sua própria existência.

Um aspecto crítico do sistema globalizado é o do patamar elevado das taxas de juros. De acordo com Ciocca & Nardozzi (1996), a elevação dos juros no final dos anos 70 e sua persistência em patamares elevados nos anos 80 e 90, caracteriza essas últimas décadas como as taxas reais mais elevadas desde o final do século XIX, excetuando-se pequenos períodos nos quais houve deflação.

Para explicar o fenômeno da elevação e permanência das taxas de juros em níveis elevados, a abordagem keynesiana adotada pelos autores supracitados parece a mais convincente. Segundo essa hipótese, não existe nenhuma razão externa aos mercados financeiros, ou pertencente ao mundo real, responsável pela determinação das taxas de juros. Esta última é o produto de convenções e do grau de certeza ou incerteza que agentes atribuem a essas convenções.

No caso dos mercados financeiros, a maior ou menor confiança dos agentes se traduz na intensidade da preferência pela liquidez. Uma maior preferência pela liquidez, vale dizer a cobrança de um prêmio mais elevado para se desfazer da liquidez, traduz uma menor confiança sobre a trajetória futura da economia e particularmente sobre a inflação. No caso específico dos anos 80 e 90 pode-se, portanto, afirmar que as taxas de juros elevadas

traduziram uma maior incerteza sobre a sustentação de trajetórias estáveis para a economia e a consistência da política econômica.

Sinteticamente podemos identificar três grupos de fatores aos quais se pode atribuir a capacidade de influir sobre a preferência pela liquidez dos agentes durante o período em questão. São eles: o crescente predomínio das finanças de mercado nos países centrais, especialmente nos Estados Unidos; os fundamentos do Sistema Monetário Internacional; e a inconsistência da política econômica do países da tríade.

A forma pela qual se organizam os mercados financeiros reveste-se de grande importância na determinação da preferência pela liquidez. Os sistemas nos quais predominam as relações de clientes (intermediação bancária) e os investimentos sólidos (ativos instrumentais) apresentam em geral uma preferência pela liquidez menor do que aqueles nos quais predominam as relações de mercado (finança direta) e o investimento fluido (ativos financeiros). No segundo caso a disseminação dos mercados de ativos e seus ciclos de preços torna mais intensas as possibilidades de ganho ou perda de capital. Ou seja, variações das taxas de juros determinam perda ou ganho de capital para todos os detentores de títulos. Por sua vez, os riscos de perda de capital serão tão maiores quanto menores forem as taxas de juros. A partir daí pode-se imaginar uma taxa de juros, se não mais alta, pelo menos permanentemente mais rígida à baixa.

Outro fator que exacerba a preferência pela liquidez é a atual organização do SMI, fundada na livre mobilidade dos capitais e nas taxas de câmbio flutuantes. Segundo a teoria neoclássica seria de se esperar que a flexibilidade dos fluxos e do câmbio produzisse, por meio de arbitragens, uma igualação das taxas de juros nos distintos países. A não-convergência das taxas de juros em moedas distintas atesta a persistência dos riscos de país, o que, somado à variabilidade das taxas de câmbio, torna bastante incertas as trajetórias das taxas de juros.

A inconsistência básica da política econômica no plano internacional diz respeito à contradição entre a posição-chave desempenhada pela economia americana na liderança do crescimento e sua situação de fragilidade externa caracterizada por elevados e recorrentes déficits em transações correntes e uma crescente posição devedora em face do resto do mundo. Essa contradição se reproduz ao longo do tempo sob diversas circunstâncias, reduzindo a credibilidade da política econômica.

Ou seja, um dos desequilíbrios centrais resulta de que o crescimento global depende da expansão americana e, portanto, de baixas taxas de juros nesse país. Esse crescimento, por sua vez, implica déficits em transações correntes e a necessidade de financiá-los, levando a uma permanente desconfiança sobre a trajetória da taxa de juros. Dado o ambiente global da economia, as incertezas sobre câmbio e juros americanos se transmitem aos demais países.

Em relação ao problema anterior, Belluzzo (1997) sugere que o principal problema do dólar como moeda central do sistema estaria no caráter de devedor líquido do país emissor. Ou seja, o problema estaria mais no estoque de dívida e na sua rolagem do que no financiamento corrente do déficit externo. Isto criaria problemas para o sistema monetário-financeiro internacional tornando-o instável. A sustentação do valor do dólar depende sobretudo das taxas de juros americanas e a variação dessa taxa influi decisivamente na direção e intensidade dos fluxos de capitais. Em determinados momentos esta sustentação pode ser contraditória com a estabilidade dos mercados globalizados, em especial dos periféricos.

Uma visão crítica das conseqüências da globalização leva a destacar problemas tais como: a perda de relação entre as taxas de câmbio e a situação em conta-corrente dos balanços de pagamentos; a permanência dos “riscos de país” elevados e diferenciados, presentes nas taxas de juros desiguais, e afetando desigualmente a capacidade doméstica de fazer política econômica. Por fim, a permanência da assimetria na política econômica com as mudanças a partir dos Estados Unidos afetando mais o resto do mundo do que o contrário, o que valeria mais intensamente para os países da periferia do sistema.

### **1.3. Instituições e atores relevantes**

A análise dos atores da globalização, seja dos seus agentes ou países, requer o uso de dois períodos distintos que grosso modo se confundem com as duas décadas, a dos 80 e a dos 90. Do ponto de vista dos agentes há poucas modificações quando se consideram os dois períodos; já quanto aos países há uma modificação essencial representada pela incorporação massiva da periferia durante a última década.

Olhada pela ótica dos fluxos de capitais, a globalização tem características bem peculiares quando confrontada com outras épocas. Sua natureza particular apresenta-se na predominância dos fluxos brutos de capitais quando vis-à-vis os fluxos líquidos. O Quadro 1 distingue mais precisamente os conceitos. Ele deve ser pensado da ótica de um país receptor dos fluxos de capitais. As colunas representam a diferença entre entradas e saídas – portanto o fluxo líquido – segundo a origem do agente. Tanto residentes quanto não-residentes podem internalizar ou exteriorizar recursos e o resultado dessas operações pode ser negativo ou positivo. As linhas, por sua vez, representam o resultado bruto ou soma das entradas e das saídas, sendo o resultado total o que liquidamente entrou ou saiu do país.

Quadro 1  
Classificação dos fluxos de capitais

	Residente	Não-residente	Resultado
Entradas	(+)	(+)	Entradas brutas
Saídas	(-)	(-)	Saídas brutas
Resultado	Fluxo líquido de residentes	Fluxo líquido de não-residentes	Líquido total

Foi dito acima que as transações brutas adquirem um peso desproporcional na globalização. Isso significa que para cada unidade monetária internalizada ou exteriorizada liquidamente houve um crescimento substantivo das transações brutas. Há duas razões principais para que isto tenha ocorrido: a primeira delas decorre do fato de que a globalização é uma via de mão dupla, ou seja a liberalização ampla dos fluxos de capitais implica que os países recebem e exportam capitais simultaneamente. A segunda está relacionada a outra característica da globalização já mencionada anteriormente: o sistema de taxas de câmbio flexíveis e juros flutuantes. Ao permitir ganhos de curto prazo na especulação com moedas e taxas de juros, esse sistema exacerbou o peso dos fluxos de capital igualmente especulativos e de curto prazo.

Uma avaliação quantitativa dos dados sobre os fluxos de capitais nos anos 80 (Tabela 1) põe em destaque as modificações mais relevantes após 1985. Destaca-se a maior importância dos fluxos de investimento – direto e de porta-fólio – quando comparados com os empréstimos bancários – de curto e longo prazo, bem como a perda de importância relativa dos fluxos oriundos do

setor público. Ou seja, fica patente a dominância dos fluxos privados e dentre esses do investimento direto e das finanças diretas em detrimento das finanças bancárias.

Do ponto de vista dos países que constituem o sistema internacional, essa primeira etapa da globalização caracterizou-se pela exclusão da periferia, em especial a latino-americana (Tabela 2). Durante a década dos 80 os países periféricos estiveram submetidos à assim chamada crise da dívida e que consistiu num drástico racionamento do financiamento externo. Nesse período, o financiamento adicional esteve condicionado à participação e aval de instituições multilaterais, especialmente o FMI. Assim, de uma participação de mais de 50% dos fluxos em 1975/79, os subdesenvolvidos caem para 23% no período 1985/89 e ainda assim com larga predominância dos fluxos públicos (2/3 do total dirigido a esses países).

Tabela 1  
Composição dos fluxos de capitais nos países desenvolvidos <sup>(1)</sup>  
(% do PIB)

Fluxos	1975-84	1985	1986	1987	1988	1989
Porta-fólio	0,6	1,5	1,8	1,1	1,5	1,8
Bônus	0,5	1,3	1,5	0,9	1,3	1,3
Ações	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2	0,6
Investimento direto	0,6	0,7	0,9	1,2	1,1	1,3
Bancário (Longo prazo)	0,8	0,5	0,7	0,8	0,8	1,0
Bancário (Curto prazo) <sup>(2)</sup>	0,3	0,5	0,8	1,0	0,6	0,4
Setor público	0,5	0,4	0,7	1,2	0,6	0,6

Notas: <sup>(1)</sup> Fluxo líquido (aquisição – venda de ativos) por parte de residentes.

<sup>(2)</sup> Empréstimos de curto prazo líquidos.

Fonte: Turner (1991).

Tabela 2  
Fluxos de capitais globais <sup>(1)</sup>  
(médias anuais em US\$ bilhões)

	1975/79	1980/84	1985/89
Desenvolvidos	99,1	175,7	463,3
Público	21,0	40,1	63,8
Privado	78,1	135,6	399,5
Subdesenvolvidos	52,1	105,5	110,0
Público	32,1	66,7	74,3
Privado	19,9	38,8	35,8

<sup>(1)</sup> Exclui movimento de reservas e fluxos bancários de curto prazo.

Fonte: Turner (1991).

Os dados da Tabela 1 também caracterizam a hierarquia dos fluxos de capitais durante os anos 80. Por ordem de importância temos: Porta-fólio, IDE, Empréstimos bancários e Setor público. Esta ordenação permanecerá praticamente a mesma durante os anos 90 com pequenas mudanças de composição mostrando tratar-se de uma característica permanente da globalização.

O grande crescimento do Investimento de Porta-fólio está associado ao aumento do investimento externo dos Investidores Institucionais, resultado da desregulamentação da composição de seus porta-fólios. A aquisição de ativos externos visou sobretudo a uma diversificação de risco. Neste último aspecto a pouca diversificação dos fundos de pensão americanos – em termos de moeda de denominação – representa uma exceção. Isto revela o caráter menos propenso ao risco dos fundos americanos e a hegemonia do dólar, ou a ausência de outra moeda tão confiável, que, caso existisse, teria produzido uma nova relação entre taxas de câmbio.

Quadro 2  
Caracterização dos investidores institucionais

<i>Definição de Investidor Institucional:</i> gerenciamento profissional das pequenas poupanças individuais através de um número restrito de instituições, que recentemente buscaram diversificar seus porta-fólios nos mercados internacionais. A centralização de poupanças individuais permitiu concentrar as decisões, criando a possibilidade de colusão e uma maior volatilidade nos mercados tanto maior quanto menores esses mercados.	
<i>Tipologia de Investidor Institucional:</i>	
Fundos de Pensão	Público e Privado (Abertos e fechados)
Companhias de seguro	Diversidade de seguros
Fundos Mútuos	Open end/close end/hedge
Administração de riqueza	Diversidade
<i>Hierarquia:</i> Do ponto de vista do patrimônio os mais importantes são: fundos de pensão, companhias de seguro e fundos mútuos, embora em termos de taxa de crescimento estes últimos sejam os mais dinâmicos. No caso dos fundos mútuos um desempenho particular é o dos <i>hedge funds</i> , que são fundos cuja característica é o elevado grau de alavancagem e que operam em geral em ambientes muito desregulamentados – em geral, <i>off-shore</i> .	
<i>Composição dos ativos:</i> por ordem, os fundos que possuem maior diversificação são os fundos mútuos, os fundos de pensão e as seguradoras. Apesar do volume absoluto dos recursos ser elevado, a diversificação relativa dos investidores institucionais é menor do que o que seria recomendado. Este viés doméstico do porta-fólio deve-se, sobretudo, as companhias de seguro, mas também aos fundos de pensão. As razões apresentadas para a pouca diversificação são institucionais – restrições regulatórias – mas basicamente devidas ao tipo de compromisso de cada instituição. Há claramente distinções internas entre os fundos e companhias de seguro. A menor disposição ao risco é observada segundo o tipo de investidor e natureza do compromisso assumido; em geral, quanto mais rígidos os compromissos e de mais longo prazo, menor a propensão ao risco.	

Fonte: IMF (1995a).

O estudo de Turner (1991), sugere a possibilidade de uma maior volatilidade dos fluxos oriundos dos Investidores Institucionais após os anos 80 por conta do encerramento do ciclo básico de diversificação no âmbito dos países centrais. Assim, a composição dos porta-fólios ficaria mais suscetível aos movimentos de câmbio e juros. Esta constatação é de grande importância para entender crises localizadas, como a do SME, que ocorrem no início dos anos 90, mas principalmente para compreender o transbordamento desses fluxos em direção à periferia, que ocorre a partir dos anos 90.

A volatilidade dos fluxos de porta-fólio pode também ser apreendida através da forma de organização desses agentes e de sua inserção nas finanças de mercado. Por exemplo, é notório o crescimento mais rápido dos fundos mútuos em especial dos *hedge funds* que possuem uma maior propensão ao risco. Os fundos de pensão, por sua vez, são induzidos crescentemente a um comportamento especulativo na medida em que a remuneração de seus gestores passa a ser determinada por critérios de performance. De certa forma, é o próprio crescimento dos investidores institucionais que, ao permitir o aprofundamento do mercado, impõe uma lógica crescentemente especulativa ao investimento de porta-fólio.

Segundo os dados da Tabela 1 houve, em meados da década dos 80, uma retomada do IDE com características novas, dentre as quais a pouca relevância dos países subdesenvolvidos como receptores – menos verdadeiro para a Ásia – e bastante direcionado às bolsas de valores nos países desenvolvidos. Os determinantes dessa nova onda de IDE possuem uma dupla natureza. Ou seja, de um lado estão ligados ao processo de financeirização, traduzido na possibilidade de realização de ganhos patrimoniais. Por outro lado é inegável também o peso da dimensão produtiva, em particular aquela relativa às mudanças tecnológicas e de estrutura de mercado. Todavia, tal qual posto no item 1 é importante não perder de vista a idéia de que a dimensão produtiva subordina-se à financeira.<sup>3</sup>

Isto posto e rejeitando a idéia de que a globalização nas suas motivações maiores seja um processo de integração produtiva, podem-se

---

(3) Isto quer dizer, por exemplo, que considerando a relação Preço/Lucro, os investimentos serão realizados com o objetivo central de aumentá-la. Isto tanto por procedimentos puramente financeiros – que aumentem diretamente P –, como produtivos que visam aumentar L. Nesse último caso, os lucros aumentados sustentarão elevações de P e não do valor capitalizado.

recuperar nas órbitas produtiva tecnológica e dos mercados, importantes razões para a ampliação do IDE tal qual sugeridas por Dunning (1997). Segundo este autor, o paradigma da globalização produtiva seria a cadeia de valor agregado distribuída por diversos países e empresas e a diversidade geográfica dos mercados de destino da produção. Isto ocorreria porque os crescentes custos de P&D em simultâneo com o ciclo de produto cada vez mais curto induziriam as empresas a reduzirem o escopo de suas atividades na cadeia de valor agregado.

Nas diversas caracterizações do IDE, percebe-se que a partir dos anos 80 ele assumiu basicamente a forma de Fusões & Aquisições e alianças estratégicas em detrimento do *greenfield investment*. As razões sugeridas para que isto tenha ocorrido foram as possibilidades de:

- aumento mais rápido de *market share*
- alcançar economias de escala e sinergia no núcleo – *core* – de atividades.
- ganhar acesso a novas tecnologias e dividir os riscos associados com o processo de inovação
- ganhar acesso a mercados e cadeias de distribuição.

Olhando o IDE do ponto de vista do Balanço de Pagamentos e dada a pouca importância dos empréstimos de longo prazo, as interpretações convencionais sugerem que este teria se tornado o fluxo de natureza mais estável. Isto estaria relacionado com as expectativas de longo prazo que o anima, desvinculadas da situação de Balanço de Pagamentos. O IDE teria, por definição, uma menor liquidez, ao mesmo tempo em que exigiria uma taxa de retorno inferior por conta do menor risco de taxa de câmbio. No limite, a taxa de retorno dependeria do desempenho da economia do país. Sugere-se também que o IDE tem um papel equilibrador no que diz respeito aos desequilíbrios cambiais. Uma taxa de câmbio desvalorizada atrai IDE, aumentando a oferta de moeda externa. Isto porque a taxa de câmbio depreciada significa baixos preços de ativos domésticos e elevada rentabilidade dos setores produtores de *tradeables*.

A tese da maior estabilidade do IDE vem sendo contestada por estudos de diferentes orientações. O trabalho de Kregel (1996) e o de Claessens,

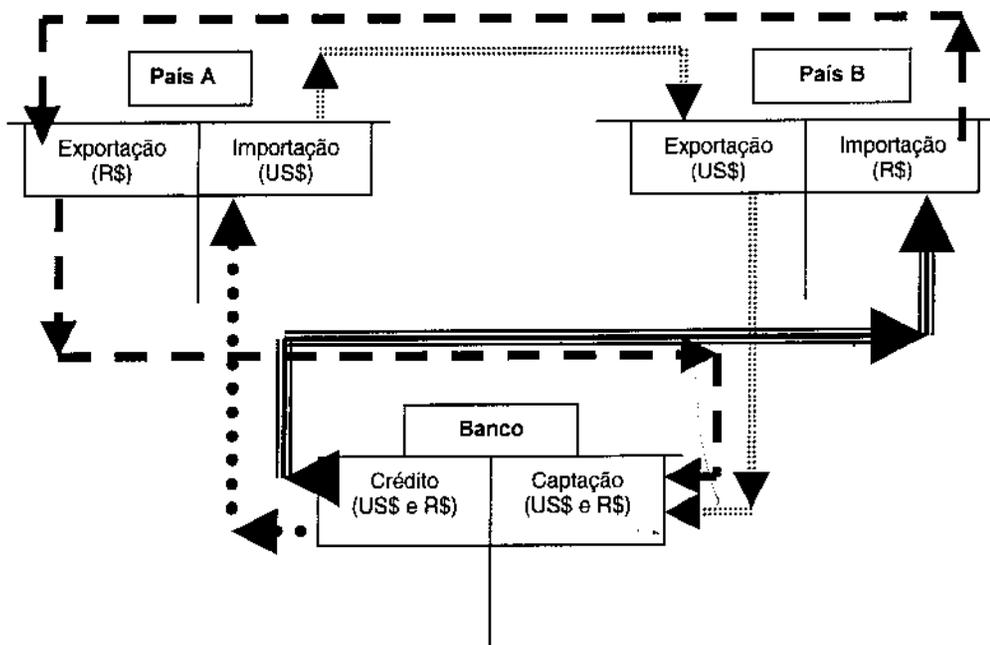
Dooley & Warner (1995), negam a idéia de que o IDE é o fluxo de maior estabilidade, ou mais barato, por não possuir nem a carga de juros fixa dos empréstimos bancários, nem a volatilidade do investimento de porta-fólio. O primeiro aspecto desta contestação refere-se à menor liquidez do IDE pelo fato de estar vinculado a ativos instrumentais. A esse respeito salientam tanto a maior negociabilidade das empresas nos mercados locais – em geral cotadas em Bolsa de Valores – quanto o fato de que um investidor direto pode realizar operações de *hedging* do IDE, criando, portanto, pressão sobre o mercado cambial similar à dos outros fluxos.

O estudo de Kregel (1996) levanta ainda outros aspectos relevantes e que dizem respeito à inconsistência estrutural ou de longo prazo do IDE que se dirige aos países de moeda não-conversível. Desde logo prega que os prêmios de risco a serem incorporados aos retornos do investimento são maiores do que nos demais fluxos de capital, exatamente pela sua menor liquidez. Adicionalmente há que considerar que o conceito de IDE admite que se registrem como tal os lucros reinvestidos, acarretando o aumento do estoque de IDE no país sem que tenha havido simultaneamente um aporte novo de capital ou um fluxo adicional de moeda estrangeira. O crescimento do estoque de investimento estrangeiro e a taxa de retorno sobre o mesmo criam direitos sobre divisas que podem ser exercidos em qualquer momento, e em geral o são em momentos de dificuldades do balanço de pagamentos.

No contexto da globalização, os fluxos bancários de curto prazo adquirem caráter compensatório movendo-se em sentido contrário aos fluxos não-bancários, possuindo, em grande parcela, caráter especulativo intrínseco. A importância desse tipo de empréstimo é bastante diferente segundo países e condicionada pela existência de limites à exposição ao risco em moeda estrangeira, ou por facilidades para emprestar domesticamente com denominação na moeda externa. Além das operações de empréstimos de curto prazo, os bancos desenvolveram, em larga escala, as operações fora de balanço. Dada a volatilidade das taxas de juros e câmbio, são os bancos que realizam as operações de cobertura de risco através de instrumentos de *hedge*, *options* ou *swaps*. Como essas operações não estão registradas em balanço, subestima-se o envolvimento dos bancos nas finanças internacionais.

A relevância e caráter essencial que possuem os fluxos de capitais bancários, inclusive na formação de posições de risco, é destacada por Kregel (1994). A peculiaridade das instituições bancárias, em especial as transnacionais, está em poder atuar simultaneamente em vários sistemas monetários nacionais. Qualquer que seja a operação realizada por um banco em um país há a possibilidade de cobertura dessa operação em outro país. Por exemplo, um banco pode financiar o comércio exterior entre dois países trabalhando com duas moedas distintas, financiando e captando em ambas (Figura 2). Mesmo que haja desequilíbrio ou déficit de um dos países, as operações do banco podem estar equilibradas. Isto não significa obviamente que não haja risco cambial nas operações por conta de *default* (risco de crédito), ou problemas macroeconômicos.

Figura 2  
Fluxograma da atividade bancária internacional básica



O que foi dito acima vale para todo tipo de operação inclusive para aquelas com derivativos. A opção de ficar descasado é uma decisão dos bancos e reflete uma atitude especulativa diante da trajetória de taxas de câmbio e juros. No exemplo mais simples citado anteriormente o banco pode decidir mudar o *mix* de sua captação ficando descasado – em termos de moeda – diante do *mix* de financiamento. A generalização desse comportamento especulativo nas várias operações pode colocar a instituição bancária e as moedas numa posição de risco.

Um dos mais importantes aspectos da globalização é que se faz presente já nos anos 80, diz respeito à volatilidade dos fluxos de capitais. A teoria convencional sugere que os fluxos que guardam independência da situação de balanço de pagamentos do país receptor e que buscam rentabilidade de longo prazo são menos voláteis do que aqueles que se movem pelo diferencial de juros de curto prazo e que em geral estão associados ao sinal do balanço de pagamentos. Testes estatísticos realizados por Turner (1991) sugerem o seguinte ranking quanto à volatilidade: Empréstimo de longo prazo; Investimento Direto; Investimento de porta-fólio; Empréstimo de curto prazo.

Embora a hierarquia proposta acima seja aceitável, ela omite um aspecto central da questão, que é o aumento da volatilidade para todos os tipos de fluxos de capitais em razão da dominância da acumulação financeira sobre a produtiva. Ou seja, na medida em que a lógica especulativa contamina em maior ou menor grau os agentes responsáveis pelo movimento de capitais, estes tornam-se intrinsecamente voláteis. A instabilidade dos fluxos de capitais parece ser, portanto, um elemento bastante característico do processo de globalização.

#### **1.4. Os anos 90 e a integração da periferia**

O movimento da globalização durante os anos 90 não traz nenhuma alteração substantiva quando olhado do ponto de vista dos fluxos de capitais entre os países avançados. Segundo a avaliação do IMF (1998) um dos aspectos mais significativos é o aprofundamento das finanças de mercado que ocorre através da crescente indiferenciação das atividades exercidas por instituições bancárias e não-bancárias.

Outros traços relevantes do processo de globalização também persistem nos anos 90, como por exemplo o contínuo crescimento dos investidores institucionais e a diversificação de seu porta-fólio, embora em velocidade menor do que na década precedente. Do ponto de vista da importância dos fluxos, a hierarquia se mantém com a mesma ordem da década precedente vale dizer: porta-fólio, IDE e empréstimos bancários de curto prazo.

A continuidade dos fluxos de capitais nos anos 90 apresenta, todavia, dois aspectos a serem destacados, o mais relevante sendo, sem dúvida, a

incorporação ou reintegração dos países ditos emergentes aos mercados de capitais. O segundo aspecto é a ocorrência de crises – México; Ásia; Rússia; América Latina – e a possibilidade de sua generalização em uma crise global contaminando inclusive os países centrais. A seguir examinaremos as duas questões.

Segundo o IMF (1997), a retomada dos fluxos de capitais em direção aos países emergentes durante os anos 90 só tem paralelo com o ocorrido durante o padrão-ouro. A comparação com o período do auge do padrão-ouro que vai de 1870 a 1913, só é válida em termos quantitativos, pois, segundo a UNCTAD (1998), naquele período os fluxos de comércio estavam intimamente ligados aos fluxos de capitais. Estes últimos eram compostos basicamente de investimentos diretos e dirigiram-se à produção de *commodities* ou à infraestrutura necessária para produzi-la. As primeiras, por sua vez constituíam uma percentagem importante do comércio internacional, cerca de 60%.

Na retomada dos fluxos de capitais em direção à periferia, na década de 90, há uma predominância ou quase exclusividade dos fluxos privados. Esses, por sua vez, atingem um valor máximo em 1996, ano imediatamente anterior à eclosão da crise asiática. Do ponto de vista da composição, há dois períodos distintos: até 1994, ano da crise mexicana, o Porta-fólio é predominante, se retraindo em valores absolutos a partir de então. Daí em diante o IDE assume a liderança em razão da continuidade de seu crescimento. Outro aspecto que chama atenção é a enorme volatilidade desses fluxos – à exceção do IDE – e sua exacerbada sensibilidade às crises.

Tabela 3  
Fluxos de capitais privados para países emergentes  
(1990-1998)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Fluxos privados totais</b>									
	US\$ bilhões								
	47,7	123,8	119,3	181,9	152,8	193,3	212,1	149,2	64,3
IDE (liq.)	18,4	31,3	35,5	56,8	82,6	96,7	115	140	130
Investimento de porta-fólio (liq.)	17,4	36,9	51,1	113,6	105,6	41,2	80,8	66,8	36,7
Emp. bancários e outros	11,9	55,6	32,7	11,5	-35,5	55,4	16,3	-57,6	-103,5
	% do total								
IDE (liq.)	38,6	25,3	29,8	31,2	54,1	50,0	54,2	93,8	202,2
Investimento de porta-fólio (liq.)	36,5	29,8	42,8	62,5	69,1	21,3	38,1	44,8	57,1
Emp. bancários e outros	24,9	44,9	27,4	6,3	-23,2	28,7	7,7	-38,6	-161,0

Fonte: IMF (1999).

Os dados anteriores levam a indagar acerca dos fatores determinantes da trajetória desses fluxos. O trabalho do IMF (1997) sugere a existência de uma combinação de fatores, destacando as transformações nos mercados centrais. Essas seriam de duas ordens: estruturais, relativas ao crescimento da poupança financeira e à diversificação de porta-fólio dos Investidores Institucionais, e cíclicas, concernentes à queda de nível de atividades e rendimentos nos países centrais a partir do início dos anos 90. Enfatizam-se também os fatores de atração nos países receptores, como a reorientação da política econômica de longo prazo na direção de sua liberalização e de curto prazo, através da manutenção, elevados rendimentos principalmente pelos altos patamares dos juros.

A maior parte da literatura – Agénor (1996), Calvo, Leiderman & Reinhart (1996), Fernandez-Arias (1996), Obstfeld & Taylor (1997), World Bank (1997) – que trata dos determinantes dos fluxos de capitais para a periferia aponta os fatores estruturais e cíclicos nos países centrais como mais relevantes. Como foi apontado no início deste trabalho, a liberalização dos mercados centrais – e posteriormente dos emergentes – através da remoção dos controles sobre o movimento dos capitais é considerada a mudança essencial. Outro fator coadjuvante foi o crescimento da poupança financeira em razão do aumento das taxas de juros, em paralelo com a maior importância dos investidores institucionais que diversificaram suas aplicações buscando aumentar rentabilidade e reduzir riscos.

A queda da taxa nominal e real de juros nos países centrais é considerada também como um fator cíclico relevante, embora cada vez menos importante na medida em que os fluxos de IDE tornam-se predominantes. Desse ponto de vista, da ótica dos países emergentes, embora as condições macroeconômicas e de juros tenham sido inicialmente relevantes como fatores de atração, o processo de fusões e aquisições, incluindo a privatização, adquire subseqüentemente maior peso.

Comparando-se as duas grandes regiões receptoras, nota-se que há uma alternância quanto à magnitude dos fluxos captados (Tabela 4). Na fase de expansão, até 1996, a Ásia lidera as captações, sendo sucedida após o início da crise em 1997 pela América Latina. Quanto à composição, a diferença principal residiu no papel mais relevante do IDE na Ásia, vis-à-vis a América Latina, na qual o porta-fólio é mais importante, pelo menos até 1997. As

diferenças entre as duas regiões são, portanto, marcantes e, a rigor, já o tinham sido nos anos 80. Nessa década, enquanto na América Latina os fluxos praticamente desapareceram, na Ásia eles mantiveram um valor razoável (ver Quadro 3). De qualquer modo, as diferenças observadas nos anos 90 também dizem respeito ao papel desempenhado por cada uma das economias centrais na região, respectivamente os Estados Unidos e o Japão, como veremos a seguir.

Segundo Medeiros (1997), as duas regiões distinguem-se pela inserção diferenciada. No caso da Ásia há uma articulação com o Japão através da indústria de bens de capital (importação) e uma articulação com os mercados compradores da OCDE (exportação) nas manufaturas em geral. Quanto à América Latina, a articulação com a principal potência hegemônica, os Estados Unidos, se dá através do mercado de manufaturas em geral.

Fica sugerido que, enquanto no caso da Ásia existe uma articulação complementar com as economias desenvolvidas, no caso da América Latina, esta articulação não seria complementar. Sem dúvida isto se deve ao caráter distinto das duas economias hegemônicas em cada região, o Japão e os Estados Unidos.

No âmbito regional, constituiu-se uma economia na Ásia tendo como centro irradiador o Japão. Os investimentos deslocaram-se sucessivamente do Japão para o tigris e destes para o ASEAN-4, compreendendo atividades de tecnologia cada vez mais complexa no que ficou conhecido como o paradigma dos *flying geese*. Formou-se um comércio triangular no qual o déficit dos países receptores dos investimentos com o país exportador de capital – principalmente o Japão – foi contrabalançado pelo superávit desses mesmos países com a OCDE.

Quanto à reinserção da América Latina nos anos 90, há especificidades importantes apesar de alguns elementos comuns com a Ásia. No que diz respeito ao Balanço de Pagamentos, temos na conta de capitais a já assinalada volta dos fluxos externos, com predominância dos investimentos de porta-fólio e recursos de curto prazo até meados da década. Do ponto de vista das transações correntes, um peso ainda elevado da conta de serviços da dívida e um crescente déficit comercial.

Tabela 4  
Fluxos de capitais para Ásia e América Latina

	1990		1991		1992		1993		1994		1995		1996		1997		1998	
	US\$ bilhões	% do total																
Ásia	19,6	100,0	34,1	100,0	17,9	100,0	57,3	100,0	66,4	100,0	95,1	100,0	100,5	100,0	3,2	100,0	-55,1	100,0
IDE (liq)	9,3	47,4	14,4	42,2	14,8	82,7	33	57,6	45,3	68,2	49,8	52,4	55,1	54,8	62,6	1956,3	50	-90,7
Porta-fólio (liq)	-2,7	-13,8	1,4	4,1	7,8	43,6	21	36,6	9,4	14,2	10,9	11,5	12,6	12,5	0,9	28,1	-15,4	27,9
Empréstimos bancários e Outros	13	66,3	18,4	54,0	-4,7	-26,3	3,3	5,8	11,7	17,6	34,4	36,2	32,8	32,6	-60,3	-1884,4	-89,7	162,8
América Latina	13,7	100,0	24,1	100,0	55,9	100,0	62,6	100,0	47,5	100,0	38,3	100,0	82	100,0	87,3	100,0	69	
IDE (liq.)	6,7	48,9	11,3	46,9	13,9	24,9	12	19,2	24,9	52,4	26	67,9	39,3	47,9	50,6	58,0	54	78,3
Porta-fólio (liq.)	17,5	127,7	14,7	61,0	30,3	54,2	61,1	97,6	60,8	128,0	1,7	4,4	40	48,8	39,7	45,5	33	47,8
Empréstimos bancários e Outros	-10,5	-76,6	-2	-8,3	11,7	20,9	-10,6	-16,9	-38,2	-80,4	10,6	27,7	2,7	3,3	-3,1	-3,6	-18,1	-26,2

Fonte: IMF (1999).

No que diz respeito a inserção produtiva, houve nos casos mais exitosos uma regressão da estrutura industrial com a diminuição da indústria metal-mecânica e ampliação dos setores produtores de *commodities* industriais. Nos casos mais regressivos ocorreu uma nova especialização na exportação de bens primários de baixo dinamismo. Na análise de Medeiros (1997), fica sugerida uma tendência permanente ao desequilíbrio externo devido ao fato de que as aberturas promoveram um viés em favor das atividades produtoras de serviços e de *non-tradeables* (“expansão e internacionalização dos serviços e retrocesso na substituição de importações”) que não produzem divisas.

Quadro 3  
A inserção externa da Ásia e América Latina nos anos 80

O estudo do desempenho comparado do Balanço de Pagamentos entre as duas regiões sugere que há duas causas básicas na explicação da performance diferenciada e que remontam aos anos 80. No caso asiático, ao contrário da América Latina, não houve uma interrupção drástica dos fluxos de financiamento internacionais na chamada década perdida. Na conta de capital mantiveram-se tanto os fluxos de financiamento quanto um montante significativo de IDE. A rigor, esses países não tiveram problemas de financiamento externo ou restrição de balanço de pagamentos num sentido amplo. Na conta comercial não houve redução abrupta da demanda nem perda de relação de trocas. No caso dos serviços tampouco houve aumento excessivo da carga de juros.

A análise anterior encontra respaldo também nas pesquisas de Singh (1994), quando trata dos impactos diferenciados dos choques externos nessas economias nos anos 80. De acordo com este autor os países da América Latina estiveram nessa década sujeitos a quatro choques distintos: de demanda, de relações de troca, de taxa de juros e de oferta de capital.

No que tange ao último aspecto que é, de longe, o mais importante, evidencia-se que os bancos continuaram emprestando aos países da Ásia e suspenderam os empréstimos à América Latina apesar da magnitude dos déficits em transações correntes ser semelhante. Isto, no fundo, é atribuído a razões puramente subjetivas, como o medo do contágio ou o instinto de manada. Destaca-se também o fato de que o impacto do choque dos juros foi bem menor sobre os países asiáticos devido ao menor peso do serviço da dívida – em média, metade daquele dos países latino-americanos.

Especificamente no que diz respeito ao choque sobre o balanço comercial, o autor mostra que a recessão global dos anos 80 afetou menos a demanda por produtos asiáticos. Na mesma direção os termos de troca se deterioraram consideravelmente nos países latino-americanos – cerca de 15% – mantendo-se constantes, ou até melhorando nos asiáticos. Essas evidências parecem ser suficientes para explicar a razão de desempenhos tão distintos durante a década.

Uma caracterização adicional dos fluxos em direção à Ásia e à América Latina durante a primeira metade dos anos 90, realizada por Turner (1995), mostra que esses fluxos, quando comparados com as exportações, assumiram valores mais elevados na América Latina – cerca de 40% – do que na Ásia – em torno de 20%. Também na América Latina houve, em média, uma maior apreciação da taxa de câmbio vis-à-vis a Ásia. Esta diferença refletiu, sobretudo, a orientação do crescimento, pois nessa última região o aumento do investimento implicou maior absorção real de recursos e menor pressão sobre

a taxa de câmbio. Na América Latina, ao contrário, o maior crescimento do consumo conduziu a resultados distintos, acarretando maior acúmulo de reservas e apreciação do câmbio.

É perceptível o impacto que a valorização cambial teve sobre as exportações da América Latina, especialmente na de manufaturados, reduzindo seu crescimento e, mais uma vez, diferenciando a região da Ásia. Nesta última, os fluxos apresentaram uma maior correlação com o crescimento das exportações, notadamente a de manufaturados. As diferenças aparecem também na composição dos fluxos como no já referido ao maior peso do IDE na Ásia e porta-fólio na América Latina. As distinções, todavia, foram relevantes mesmo no âmbito do IDE pois na primeira região estes estiveram associados prioritariamente à criação de nova capacidade produtiva, enquanto, na segunda, à aquisição do controle acionário.

Considerados os países emergentes como um todo, podem-se identificar várias conseqüências problemáticas dos fluxos de capitais: a acumulação excessiva de reservas, a apreciação da taxa de câmbio, a deterioração dos balanços bancários e o aumento da volatilidade dos mercados locais. Essas características já tornavam esses mercados mais instáveis e, portanto, mais sujeitos à crise do que os mercados centrais.

Os fluxos têm implicado maior absorção financeira do que real. Assim, cerca de metade dos novos fluxos transformaram-se em reservas (Tabela 5), levando a que proporção semelhante das reservas mundiais pertençam aos emergentes. As razões apontadas para isto são a política de esterilização, que visa evitar excessiva apreciação do câmbio, e a constituição de um colchão de segurança contra a fuga de capitais. A rigor, o crescimento das reservas está intimamente relacionado com a mudança na natureza dos fluxos – acentuação do caráter de curto prazo ou volátil – e constitui um pedágio pago pelos países subdesenvolvidos para se inserirem na globalização.

Tabela 5  
Países emergentes: fluxos de capitais e reservas

	(em US\$ bilhões)									
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	
Fluxos privados totais (I)	47,7	123,8	119,3	181,9	152,8	193,3	212,1	149,2	64,3	
Varição de reservas (II)	66,2	75,2	31,8	84	90,6	122,9	101,1	59,2	58,3	
(I)/(II) em %	138,8%	60,7%	26,7%	46,2%	59,3%	63,6%	47,7%	39,7%	90,7%	

Fonte: IMF (1999).

A acumulação de reservas dá origem a um mecanismo triangular. A atração de capitais pelos emergentes deve-se em grande medida ao diferencial de taxa de juros. Uma absorção financeira superior à real implica acumulação de reservas e sua aplicação a uma taxa de juros inferior à da captação. A diferença de remuneração constitui uma transferência adicional de renda equivalente a um imposto ou pedágio cobrado dos emergentes. Do ponto de vista doméstico, a política de esterilização dá origem ao chamado déficit quasi-fiscal que decorre do diferencial de taxa de juros obtida na aplicação das reservas e aquela paga aos detentores de títulos públicos.<sup>4</sup>

Outra dimensão relevante do custo da absorção de capitais diz respeito ao financiamento da saída dos investimentos de residentes. A globalização é uma via de mão dupla e implica a saída de capitais para o exterior correspondente às aplicações financeiras dos residentes. Se o país que remete os fluxos não está produzindo um superávit comercial e se obriga a manter as reservas em patamar elevado, a saída de capitais é financiada pela própria entrada. Na prática, isto reduz ainda mais a capacidade de absorção de recursos reais decorrentes dos fluxos e aumenta de maneira implícita o seu custo (Tabela 6).

Tabela 6  
Países emergentes: utilização dos fluxos de capitais

Discriminação	Destino do fluxo bruto (%)	
	1980/89	1990/97
Saída líquida de capitais	14,0	23,6
Erros e omissões (B.P.)	11,1	4,9
Variação de reservas	3,0	21,4
Déficit em conta-corrente	71,9	50,1
Total	100,0	100,0

Fonte: UNCTAD (1999).

Considerando os países emergentes em seu conjunto, os fluxos de capitais também resultaram em valorização real do câmbio. Esse foi um resultado praticamente inevitável devido à combinação de políticas requerida

(4) O trabalho do IMF (1997) sugere que há outra implicação importante desse mecanismo. As reservas dos emergentes, que constituem cerca de 50% do total, são aplicadas nos mercados financeiros centrais, contribuindo, nos momentos de expansão da liquidez, para a redução das taxas de juros. Quando a liquidez se retrai, o efeito é simétrico: o uso das reservas pelos emergentes contribui para o aumento das taxas de juros e das dificuldades de captação.

para evitá-lo. A possibilidade de realizar uma operação maciça de esterilização, capaz de manter a taxa real de câmbio, está limitada pelo constrangimento às finanças públicas. A manutenção da taxa real poderia ser conseguida através do ajuste deflacionário, num mecanismo similar ao do padrão-ouro, o que não parece viável nas sociedades contemporâneas. A apreciação poderia ser evitada se a absorção real aumentasse significativamente, o que reduziria as reservas internacionais e o colchão de segurança para fazer face a uma eventual reversão dos fluxos, inviabilizando a própria captação.

A rapidez dos fluxos implicou, em vários países, a deterioração da qualidade dos ativos bancários, ao mesmo tempo em que distorceu a formação de preços dos ativos financeiros nos mercados domésticos. A ampliação da relação ativos bancários/PIB foi em geral acompanhada pela atrofia da base de captação interna. Observou-se uma ampliação substantiva do crédito com pelo menos dois problemas: o financiamento de atividade *non-tradeables* e a compra de ativos já existentes, especialmente títulos. Nos países onde o banco central realizou uma política ativa de esterilização e nos quais havia restrições a operações domésticas denominadas em moeda estrangeira pelo menos evitou-se que o sistema bancário expandisse excessivamente o descasamento de moedas nas suas operações.

Quanto ao mercado de títulos, a globalização aparentemente traria vantagens tanto para o investidor, que além de maior rentabilidade estaria diversificando o risco, quanto para o receptor, que contaria com novas fontes de recursos e aprofundaria os mercados locais. Todavia, uma primeira implicação é que mudam os parâmetros para formação de preços levando a uma redução da eficiência dos mercados. A maior intensidade de recursos aumenta a possibilidade de formação de bolhas, acentuadas pelo fato de que a informação imperfeita dos investidores externos favorece a compra de determinados tipos de títulos. Por fim, as decisões de investimento refletem muito mais a situação nos mercados de origem do que os fundamentos do país receptor. A avaliação global, proposta no trabalho do IMF (1997) até o início da crise asiática, sugere que os fluxos aumentaram a volatilidade relativa – quando medida vis-à-vis o mercado americano – dos mercados de títulos, em especial das Bolsas de Valores, nos países periféricos, mas diminuíram a volatilidade absoluta, medida em cada um desses mercados.

## 1.5. A crise na periferia e as possibilidades de contágio

A caracterização realizada anteriormente sugere uma maior vulnerabilidade dos países periféricos à volatilidade intrínseca dos fluxos de capitais sob a globalização. Isto significa dizer que esses países estão também mais sujeitos às crises monetário-cambiais e financeiras que podem decorrer dessa instabilidade. Tendo isso em conta, examinamos a seguir as crises mexicanas e asiáticas procurando indagar das suas razões específicas e seus impactos em termos de extensão, intensidade e duração.

A partir dos dados já examinados (Tabelas 3 e 4), pode-se constatar que a crise asiática teve intensidade maior. Nesta última, os fluxos de capitais se reduziram em maior magnitude e esta redução atingiu as suas várias modalidades, inclusive o IDE. Pode-se também perceber que enquanto a crise mexicana teve caráter regional, a asiática assumiu uma feição global. Na primeira, houve uma reversão dos fluxos de capitais mais voláteis – porta-fólio e empréstimos bancários – dirigidos na América Latina. Na segunda, houve reversão ou diminuição de todos os tipos de fluxos para o conjunto das regiões periféricas.

Após a crise do México, passada a retração de 1995, há uma recuperação dos vários mercados. Segundo o IMF (1997), observa-se a expansão do mercado de bônus para os emergentes, resultante da manutenção dos baixos rendimentos nos mercados centrais, e da continuidade do processo de diversificação dos fundos de investimento. Para o agregado dos emergentes, melhorou sensivelmente o perfil de financiamento, tanto pela queda do *spread* como pelo aumento de prazo. Nos mercados primários, essa nova onda de expansão foi liderada pela América Latina. As condições mais favoráveis permitiram inclusive a troca de papéis por outros sem colaterais, bem como a ampliação do volume de títulos com taxas fixas de juros.

Nos mercados secundários, os *spreads* voltaram rapidamente ao patamar anterior ao da crise, refletindo a ampliação da liquidez decorrente do aumento do *turnover*.<sup>5</sup> As condições também melhoraram no Mercado de

---

(5) Nas transações desse mercado, predominam os títulos da América Latina e os *Bradies*. Considera-se que a relação entre emissão primária e negócios no mercado secundário ainda é baixa (17 vezes). Esse mercado é considerado pequeno dando margem a ineficiências, tais como a segmentação de mercado entre *Bradies* e Eurobônus e a ocorrência de episódios especulativos.

ações pela volta da tendência altista após 1995, acompanhada de uma redução da volatilidade das cotações, de uma ampliação do *turnover*/liquidez e de uma ampliação das emissões primárias. Por fim, os empréstimos bancários se recuperaram de forma ainda mais intensa.

A análise mais detalhada do impacto da situação asiática revela uma crise mais profunda e de recuperação mais demorada. De acordo com o IMF (1999), não só a intensidade desta última foi maior como também o foi a demora na recuperação dos vários mercados que mantinham-se deprimidos até meados de 1999. Alguns números ilustram a afirmativa: em 1998, os fluxos de capitais brutos estavam no mesmo patamar de 1994/95, enquanto os fluxos líquidos situaram-se no mesmo nível de 1990. Os últimos dados referentes ao primeiro semestre de 1999 indicam a persistência de números semelhantes.

Nos mercados de bônus, além da redução massiva de novas emissões, foi evidente o encolhimento dos mercados secundários. Quanto ao custo das emissões, os dados existentes para o mercado primário de bônus dão conta que para os países da Ásia – exceto Indonésia – os *spreads* voltaram a patamares pré-crise. Para os países mais importantes da América Latina – especialmente o Brasil – eles ainda se encontram em níveis superiores ao início da crise. Um aspecto bastante reafirmado pelas diversas análises foi o aumento da seletividade nas novas emissões, inclusive com a ampliação dos bônus soberanos.

Os efeitos mais devastadores foram, todavia, nos investimentos dirigidos às Bolsas de Valores e nos financiamentos bancários. Os preços das ações do conjunto dos países emergentes, que chegaram a cair em média 30% no pior momento da crise, ainda estavam em meados de 1999 cerca de 20% abaixo do valor médio de 1997. Quanto aos empréstimos bancários, a redução da *exposure* dos bancos para o conjunto da região após o segundo semestre de 1998 levou-os a cerca de 50% do valor de 1997.

Os dados assinalados anteriormente indicam uma maior profundidade e extensão da crise asiática vis-à-vis a mexicana. Em razão disto seria conveniente examinar em detalhe essas crises para identificar suas diferenças e semelhanças.

De acordo com Griffith-Jones (1996), no caso do México, um primeiro aspecto a assinalar é o ambiente mais geral no qual ocorre a crise,

caracterizado por um rápido e intenso processo de abertura financeira. Esta última compreendeu não somente a completa convertibilidade da conta de capitais, mas também uma liberalização do sistema financeiro doméstico.

Dadas as características apontadas acima, os elementos que permitiram o desencadeamento da crise foram a elevada magnitude do déficit em transações correntes e a apreciação cambial. Esta última esteve intimamente associada aos influxos de capitais e a uma absorção de recursos reais inferior à absorção de recursos financeiros, redundando em acumulação de reservas. Esses fluxos de capitais tiveram como peculiaridade a maior importância dos fluxos de porta-fólio. Dentre as várias alternativas postas para a compra de títulos no mercado doméstico, destacava-se a possibilidade de compra de títulos de curto prazo do governo, ou seja, instrumentos típicos do *money-market*.

Nos investimentos ditos de porta-fólio e no que diz respeito aos títulos, o grande tomador de recursos foi o setor privado. De qualquer maneira, embora o setor público não tenha se endividado externamente, a política de esterilização levou ao crescimento da dívida pública interna. Este processo deu origem a um encargo adicional para o setor público denominado déficit quasi-fiscal – oriundo dos diferenciais entre as taxas de juros da dívida interna e aquelas das aplicações das reservas. Embora teoricamente lastreada por reservas, a dívida pública vai assumindo importância crescente, fragilizando a posição do governo.

Outro aspecto importante dessa primeira fase diz respeito ao crescimento elevado dos empréstimos bancários que estiveram, em boa medida, associados ao processo de reprivatização dos bancos, mas também ao *funding* obtido pelos bancos domésticos no exterior. As análises sugerem claramente uma deterioração dos balanços bancários em decorrência do crescimento excessivo dos empréstimos.

O estopim da crise foi a redução do diferencial de taxas de juros decorrente do aumento da taxa americana em 1994, sem o correspondente aumento da taxa no México. Simultaneamente houve o assassinato do candidato presidencial pelo PRI, o que ajudou a aumentar o clima de incerteza e conduziu a uma perda substancial de reservas nas semanas seguintes.

A resposta da política econômica a esses fatos foi considerada inadequada, pois de um lado manteve a taxa de juros inalterada e, de outro, permitiu apenas uma pequena desvalorização cambial. Quanto à taxa de juros doméstica, a sua não elevação foi deliberada, pois temia-se desencadear uma crise bancária de grandes proporções em face da precariedade dos balanços. Já no caso do câmbio, admitia-se que, sendo a perda de reservas temporária, sua desvalorização seria contraproducente e poderia comprometer a retomada posterior dos fluxos.

A solução encontrada pelos gestores da política econômica para amenizar a incerteza cambial foi criar um *hedge* para os investidores através da ampliação de emissão de um título da dívida pública dolarizado (Tesobonos). Esta ação acabou por ampliar a fragilidade potencial na medida em que o estoque desses títulos passou a crescer a uma velocidade mais rápida do que as reservas e, a partir de certo ponto, a suplantá-las. O caráter de curto prazo desses títulos criava a possibilidade de troca por reservas a qualquer momento. O quadro foi ainda agravado pelo aumento da dívida bancária de curto prazo que substituiu a entrada de outros fluxos externos menos voláteis. Neste quadro, o anúncio da desvalorização cambial precipitou a corrida final contra o peso. A intenção inicial era obter uma desvalorização em torno de 15% com o deslocamento da banda. A fuga do peso foi, todavia, tão forte, que o governo foi obrigado a deixar a moeda flutuar desvalorizando-a em escala muito maior.

A crise mexicana possui, assim, os ingredientes de uma crise clássica de Balanço de Pagamentos, tais como déficit em transações correntes crescente, apreciação cambial e o recurso a capitais de curto prazo. Se esta é a sua manifestação, as raízes mais profundas estão na adoção de políticas consentâneas com a integração na economia global, vale dizer, a convertibilidade plena da conta de capital e a liberalização do sistema financeiro doméstico.

As crises das economias do Sudeste asiático também acabaram desembocando em crises monetário-cambiais. De qualquer modo, para a maioria dos autores que as analisaram, a intensidade dessas crises foi excepcional, considerando os fundamentos mais sólidos quando comparados ao México e à América Latina.

Para Krugman (1998), a crise monetária foi parte de problemas financeiros mais amplos determinados pelo papel da intermediação financeira nessas economias e pelo ciclo de preços de ativos. Esse autor sugere que há um importante elemento de *moral hazard* no processo, na medida em que considera essencial a garantia dos governos aos intermediários financeiros que deu origem a um processo de excesso de investimento fundado na maior propensão ao risco desses últimos. Isto posto, a crise se traduziu na forma clássica do ciclo de ativos e sua peculiaridade residiu na utilização de empréstimos com *funding* externo.

Na mesma linha de raciocínio, Kregel (1998) prega que a crise asiática não representa apenas uma crise clássica de Balanço de Pagamentos, mas constitui-se, primordialmente, de uma crise financeira secundada pela primeira e por um movimento de *flight to quality* dos capitais. De forma diferente de Krugman, atribui a crise ao processo de liberalização do sistemas financeiros desses países.

Após 1994 começam a aparecer os sinais de desequilíbrio externo decorrentes da desaceleração do crescimento global e portanto do comércio internacional, o que implicou déficits em transações correntes para os países asiáticos e uma ampliação do endividamento externo de curto prazo. Houve em simultâneo uma apreciação das moedas regionais que mantiveram a paridade fixa com o dólar mesmo em face da apreciação desse último diante das demais moedas da tríade.

Os grandes agentes desse endividamento foram os bancos que captaram em dívida direta e emprestaram aos diversos tomadores domésticos. Este último aspecto foi bastante importante na constituição e desdobramento da crise porque os bancos tomaram recursos muito além das necessidades de cobertura do déficit corrente. Isto porque, como resultado da liberalização financeira doméstica, foram induzidos a se internacionalizar, a rigor desnecessariamente, dada a elevada taxa de poupança interna. Dessa forma, houve um crescimento elevado das captações e dos passivos dos bancos em moeda estrangeira. Esses recursos foram, por sua vez, direcionados para atividades e setores não-prioritários, em particular, os investimentos imobiliários.

Qualquer que seja a razão que levou o sistema a esta expansão – liberalização ou *moral hazard* – o desdobramento da crise é único. Segundo Kregel (1998), quando ocorre a deterioração das contas externas por razões comerciais, a crise bancária interna se explicita, devido ao descasamento de moedas, transformando-se em crise cambial. A possibilidade de desvalorização ameaçava os agentes que haviam investido internamente tomando dívida em moeda estrangeira.

A reversão dos empréstimos bancários externos criava simultaneamente um problema de solvência doméstica – relativo à reversão do ciclo de ativos – e um problema de liquidez externa devido à saída de divisas. O contágio entre os países ocorreu a partir da especulação contra uma moeda específica e do seu sucesso. Mesmo países mais sólidos do ponto de vista cambial são contaminados, pois a necessidade de realizar desvalorização competitiva torna-se o mecanismo da propagação.

Em síntese, a crise asiática tem uma dimensão financeira evidente, que foi produto imediato de um ciclo de ativos fundado em empréstimos externos, mas que esteve amparada em última instância no processo de liberalização financeira doméstica. Em razão disso, o remédio clássico da política de ajustamento monetário do Balanço de Pagamentos do FMI, ao invés de solucionar, agrava o problema. Seu pressuposto é o de que existe um desequilíbrio de Balanço de Pagamentos que decorre do excesso de Demanda Agregada. Assim, as recomendações são: desvalorização da moeda, elevação da taxa de juros, e orçamento superavitário.

Essa política, no caso dos países asiáticos, deteriora ainda mais a situação das empresas, pois pelo lado patrimonial aumenta o montante da dívida e a carga de juros, e pelo lado corrente diminui a demanda e a receita corrente. Assim a estratégia das firmas é reduzir seu nível de endividamento o mais rápido possível, liquidando ativos e pagando débitos. Obviamente isso aumenta a demanda por moeda estrangeira e a liquidação de ativos em moeda doméstica (deflação).

Um dos pontos essenciais da questão é que a elevação das taxas de juros, que seria um importante instrumento de ampliação da demanda por moeda doméstica, termina por exacerbar um resultado contrário ao agravar a situação das empresas. Ou seja, combinar desvalorização cambial e elevação

dos juros com os agentes muito endividados em moeda estrangeira conduz à deterioração da situação patrimonial desses últimos, à venda de ativos denominados em moeda doméstica e ao aumento da demanda por moeda estrangeira.

Uma questão de grande importância é a de como a crise asiática vai progressivamente contaminando o conjunto da periferia transmitindo-se por fim ao núcleo do sistema. De acordo com a interpretação de Kregel (1998) citada acima, a especificidade da crise asiática residiu exatamente em que deu origem a um processo de fuga para a qualidade. Para o IMF (1999), isto decorreu de uma reavaliação mais profunda dos riscos representados pelos mercados emergentes. Ou seja, a crise explicitou o excesso de comprometimento – em termos de volume de recursos e baixos *spreads* – dos investidores com os países emergentes.

Apesar da disseminação da crise já ter se iniciado com os problemas do Sudeste Asiático, para o BIS (1999), a moratória russa constituiu o marco decisivo no processo de contágio global ao transmiti-la para o núcleo do sistema. Isto porque ficou claro pela primeira vez que a ação de emprestador de última instância seria insuficiente para cobrir a perda dos investidores. Este fato mudou a percepção de risco do conjunto de agentes levando a uma reversão ainda maior dos fluxos de capitais e uma exacerbação da fuga para a qualidade.

A extensão da queda de preços dos títulos de mercados emergentes terminou por se transmitir aos outros mercados. Segundo o BIS (1998), isto deveu-se basicamente ao fato dos agentes operarem com elevado grau de alavancagem. Ou seja, a percepção por parte dos emprestadores de um aumento no risco de crédito ou *default* levou à contração geral dos empréstimos, inclusive para compra nos mercados secundários, contraindo severamente a liquidez desses últimos. As necessidades de liquidez dos agentes passaram a depender dos outros mercados que, dessa forma, terminaram contagiados pela queda de preços.<sup>6</sup>

As avaliações preliminares do desdobramento da crise, como por exemplo a do BIS (1999), sugerem que esta tenha sido detida e até mesmo

---

(6) O processo apontado acima, que traduz, na verdade, a fusão dos riscos de crédito e de mercado, resultante da alavancagem, é de grande importância, pois demonstra a existência de correlação na variação dos preços de ativos de diversas categorias e denominação monetária.

superada. A indicação básica, embora insuficiente, seria a da redução dos *spreads* para o financiamento de países periféricos nos mercados primários e uma melhora da liquidez nos mercados secundários em geral. Todavia, como bem observa o referido relatório, essa volta não restabeleceu as condições prevalentes antes da crise para o financiamento da periferia do ponto de vista do volume dos fluxos. Talvez esteja-se diante de um novo patamar de fluxos de capitais em níveis bem mais modestos do que antes da crise como, aliás, parece sugerir o IMF (1999).

Ao fim e ao cabo, a melhoria nas condições de financiamento dos países periféricos resultou, sobretudo, dos processos de ajustamento levado a cabo por esses países, que diminuiu as suas necessidades de recursos externos. Resta saber se esses processos de ajustamento são sustentáveis. Isto porque a maioria deles assentou-se em recessões de grande magnitude como forma de contrair as importações e restaurar o saldo em transações reais. O declínio de preços e de volume no comércio internacional não permitiu ajustamentos fundados no crescimento das exportações. Esse tipo de ajustamento deflacionário com base em desvalorização cambial, altas taxas de juros, e cortes de gastos públicos termina por se mostrar inviável ao comprometer a saúde financeira das empresas e do setor público.

Este capítulo inicial suscitou várias indagações quanto ao futuro da globalização e particularmente no que tange à inserção da periferia. A esse respeito, algumas constatações do último tópico merecem ser ressaltadas. Se é verdade que a ação das instituições multilaterais evitou que a crise iniciada na Ásia em 1997 se espraiasse para o núcleo do sistema, não é menos verdadeiro que o ajuste dos países periféricos assentou-se em bases bastante precárias.

A volta parcial dos ditos emergentes ao mercado internacional de capitais tem ocorrido em condições piores do que as do período pré-crise, principalmente em razão da maior seletividade que tem mantido um permanente racionamento do volume de financiamento. Outra consequência importante da crise conforme alertado por IMF (1999), é que a fuga para a qualidade determinou uma postura mais especulativa ou oportunista dos investidores em relação aos mercados emergentes, acentuando a volatilidade dos fluxos de capitais.

Olhada a questão exclusivamente do ponto de vista desses países, a melhoria das condições de acesso parece depender, paradoxalmente, da redução da dependência de recursos externos. Na medida em que a diminuição dos déficits em transações correntes tem se fundado em recessões profundas, é pouco provável que logre um sucesso duradouro, a não ser na hipótese de um crescimento mundial mais forte e coordenado.

Isto posto, a situação da periferia parece depender também em larga escala da provável trajetória dos países centrais, particularmente do país hegemônico, os Estados Unidos. A esse propósito o documento do BIS (1999) é bastante pessimista quanto às possibilidades de retomada do crescimento global a curto prazo. Quanto ao financiamento, considera-se que a desregulação dos sistemas financeiros e a concorrência levaram a uma excessiva expansão do crédito dando ensejo ao *credit crunch* atual. Além da restrição global do financiamento, há também a questão da volatilidade, ou seja, o caráter mais especulativo dos fluxos de capitais para os emergentes. Isto os tornará mais sensíveis a eventuais choques decorrentes de variações das taxas de juros ou dos preços das ações nos países centrais.

Da ótica produtiva, o crescimento encontra-se limitado pelo excesso de capacidade em importantes setores, fruto do boom de investimento prévio. Nos países líderes a sustentação do crescimento tem se revelado problemática. O crescimento da tríade tem sido bastante divergente e ao bom desempenho americano se contrapõe o fraco crescimento do Japão e da Europa Ocidental. Esse crescimento desigual tem reposto o recorrente desequilíbrio no âmbito da tríade: elevados déficits em conta-corrente dos Estados Unidos que têm sido acompanhados da valorização do dólar. Esta última se deve particularmente à recusa da União Européia em manter taxas de juros elevadas e à incapacidade do Japão em fazê-lo dado que está às voltas com uma grave crise deflacionária.

O quadro analisado anteriormente sugere uma situação de renovadas dificuldades para os países da periferia ante a economia global. Mesmo que as hipóteses mais drásticas sejam descartadas, como a da completa exclusão da periferia, ou de uma depressão profunda da economia americana e mundial, há que se ter em conta que a instabilidade das economias centrais, típica da financeirização, irá se refletir de maneira ampliada na periferia através do aumento da volatilidade dos fluxos de capitais resultante da crise recente.

## Capítulo 2

### A abertura financeira

3 d. Ao longo dos anos 90 a economia brasileira passou por um processo intenso de liberalização, que teve na abertura financeira uma das suas dimensões mais expressivas. Do nosso ponto de vista esta abertura engloba três dimensões principais: a ampliação da conversibilidade da conta de capital do balanço de pagamentos; a substituição monetária parcial; e a desnacionalização de parcela da propriedade das empresas do setor financeiro, em especial do ramo bancário.

7. O grau de conversibilidade da conta de capital diz respeito à facilidade com a qual são permitidas as entradas e saídas de capitais de não-residentes e residentes. Ou seja, refere-se às normas de conversão da moeda estrangeira em moeda doméstica para fins de investimento e empréstimo. Portanto, exprime a mobilidade dos capitais entre o país e o exterior. A conversibilidade interna da moeda diz respeito à substituição da moeda doméstica por moedas estrangeiras em operações que a princípio deveriam ser realizadas pela primeira. Por fim a desnacionalização diz respeito a mudanças no controle da propriedade do sistema financeiro permitidas por mudanças permanentes ou ad hoc na legislação.

As relações entre essas três dimensões da abertura financeira são bastante complexas e dependem de características histórico-institucionais dos sistemas financeiros domésticos bem como da condução do processo de abertura. Em termos abstratos, pode-se postular a independência entre esses aspectos. Na prática, todavia, elas são bem mais interdependentes devido ao ambiente da globalização, sobretudo em países de moeda não-conversível.

Por exemplo, num regime de mobilidade de capitais restrita como o que prevaleceu na ordem de Bretton Woods, a combinação entre participação elevada do capital estrangeiro nos sistemas financeiros domésticos e baixa

convertibilidade da conta de capital não era incomum. Por sua vez, no âmbito da mobilidade restrita dos capitais o sistema de taxas de câmbio fixas tornava menos expressivos os processos de substituição monetária.

Outra é a interdependência desses fenômenos num regime caracterizado pela livre mobilidade dos capitais. Dificilmente uma forte presença de estrangeiros no sistema doméstico deixará de ser um estímulo à ampliação da convertibilidade. Ou, em sentido contrário, o aumento da convertibilidade muito provavelmente trará uma maior presença das instituições financeiras estrangeiras. Pode-se afirmar por sua vez que a ampliação da convertibilidade traz, de forma inexorável, algum grau de substituição monetária em especial no caso das moedas não-convertíveis.

Do que foi exposto anteriormente pode-se postular que a interação entre as três dimensões da abertura dependerá dos fatores históricos e institucionais, que moldam a trajetória de cada um dos seus elementos constitutivos. Isto posto, esse capítulo examina a seguir os vários aspectos das dimensões assinaladas, para o caso brasileiro nos anos 90 iniciando pela abertura ou convertibilidade da conta de capital, seguindo com a propriedade do sistema bancário e encerrando com a discussão da substituição monetária.

## 2.1. A convertibilidade da conta de capital: caracterização

Definida como o grau de liberdade segundo o qual os fluxos de capitais circulam num determinado país, a convertibilidade da conta de capital pode ser representada segundo a origem do agente – residente ou não-residente no país – e pela natureza da operação realizada – aquisição de ativo/assunção de passivo, internos e externos – conforme o Quadro 1 abaixo.

Quadro 1  
Graus de abertura da conta de capital

	Residentes	Não-residentes
Passivos	Externos (A)	Internos (C)
Ativos	Externos (B)	Internos (D)

Durante os anos 90, foram expressivas as alterações ocorridas nos vários níveis da convertibilidade. Desde 1991, houve substancial modificação

no chamado marco regulatório<sup>1</sup> cujo intuito básico foi o de adaptar a legislação brasileira à nova realidade dos mercados centrais marcados pelo predomínio de operações securitizadas e flexibilizar as entradas e saídas de capitais. Como veremos a seguir, dos quatro planos assinalados, as modificações foram restritas apenas na permissão para a assunção de dívida interna por não-residentes (Plano C).

*Resumo*

O endividamento externo de residentes sofreu duas modificações importantes. A primeira delas foi a mudança na forma de captação de bancos e grandes empresas, pois os tradicionais repasses bancários (Operação 63) e a captação direta das empresas (Lei 4.131) deixaram de basear-se em empréstimos bancários sindicalizados e passaram a originar-se da emissão de títulos nos mercados internacionais de capitais. Conforme assinalado por Prates & Freitas (1999), as possibilidades de repasses bancários foram ampliadas vis-à-vis as operações 63 restritas à indústria, comércio e serviços, incluindo-se os setores agropecuário e imobiliário. Foi permitida também a realização de operações de *leasing* para financiamento de automóveis pelas empresas de arrendamento mercantil, com recursos captados externamente.

A segunda mutação relevante está relacionada às formas de captação de recursos diretamente pelas empresas. O endividamento através de títulos de renda fixa diversificou-se substantivamente em termos de instrumentos, moedas e prazos, refletindo as mutações dos mercados internacionais. A grande novidade, todavia, esteve vinculada às novas possibilidades de captação por meio de títulos de renda variável, os recibos de depósito (*depository receipt*) cujo registro doméstico se dá no denominado Anexo V. Estes títulos constituem recibos que representam ações ou eventualmente outros valores mobiliários adquiridos no mercado doméstico, onde são mantidos em custódia, e sendo negociados nos mercados americano (ADRs) ou outros (GDRs).<sup>2</sup>

*Dr.*

Da nossa ótica interessa destacar dois aspectos dessa forma de captação de recursos: o cambial e o do financiamento. A emissão dos DRs para negociação nos mercados de capitais internacionais aumenta o aporte de

(1) A descrição do marco regulatório do movimento de capitais apresentada neste item está baseada nos trabalhos pioneiros sobre o assunto de Prates (1997); e Prates & Freitas (1999).

(2) Para uma descrição minuciosa dos mecanismos de emissão e resgate dos ADRs, dos seus vários níveis e das suas implicações sobre as bolsas locais ver o já citado trabalho de Prates & Freitas (1999).

capitais externos da mesma forma que o seu resgate implica saída de divisas. Este resgate, por sua vez pode ocorrer a qualquer momento por desistência definitiva dos investidores ou por arbitragem quando há divergência entre preços internos e externos das ações. Deduz-se da descrição anterior que quanto mais importante o volume de *DRs* maior a correlação das variações dos preços das ações entre a bolsa de valores interna e as bolsas externas.

Da perspectiva do financiamento, a emissão de *DRs* nos níveis I e II não implica captação de recursos novos para as empresas, pois é feita a partir de ações já em circulação no mercado secundário. Somente no nível III e Regra 144A, nos quais se exigem informações bastante detalhadas sobre as empresas, pode o *DR* representar a emissão primária de ações e portanto financiamento adicional. Este instrumento tem sido utilizado exclusivamente pelas grandes empresas nacionais – cerca de 50 – com destaque para as antigas estatais da área elétrica e de telecomunicações. Mais ainda, se concentraram nos níveis I e II e portanto ainda não constituem uma fonte importante de financiamento para as empresas.

Da ótica do residente no país há que considerar também as possibilidades de saída de recursos ou de aquisição de ativos no exterior (Plano B do Quadro 1). Aqui as modificações foram drásticas – embora às vezes obscuras – constituindo uma verdadeira revolução quando comparadas à década anterior. Dois instrumentos principais sintetizam as mutações: os fundos de investimento estrangeiro e a CC-5. Os FIEs permitem ao residente investir no exterior em títulos da dívida brasileira – *Bradies e C-Bonds* – através da compra de cotas de fundos de investimentos constituídos no país.

As CC-5 constituem o lado obscuro do processo pois foram se constituindo por linhas tortas, ao longo do tempo, como a principal forma de expatriação legal e ilegal de capitais. De acordo com Simoens da Silva (1999) a CC-5 data de 1969 e originariamente funcionava como conta de não-residentes, pessoas físicas, pelas quais se internalizava moeda estrangeira que poderia ser futuramente repatriada. Como conta de não-residentes, a CC-5 poderia receber depósitos que não se originassem de recursos internalizados previamente. Todavia, na expatriação os valores da internalização tinham de ser respeitados, havendo portanto equilíbrio cambial.

Uma modificação importante aconteceu em 1992 através da carta-circular n. 2.259 na qual o Banco Central permitiu às instituições financeiras comprarem moeda estrangeira livremente no mercado flutuante de câmbio. Em princípio, essas contas deveriam servir para que as instituições não-residentes pudessem operar no mercado de câmbio através de seu banco correspondente no país. Da mesma forma nada indicava que o saldo cambial dessa conta pudesse ficar negativo. Havia na resolução várias exigências de documentação das operações a serem mantidas disponíveis para exame do Banco Central.

Na prática foi a permissividade da autoridade monetária, ao relaxar a fiscalização sobre essas operações, que estimulou os bancos a aceitarem depósitos em moeda nacional convertendo-os em depósito em moeda estrangeira no exterior, nas instituições das quais, em tese, eram correspondentes. Como ressalta Simoens da Silva (1999), a precariedade e interinidade que marcava essas operações levava o mercado a denominá-las de "barriga de aluguel", como se o banco e seu correspondente estivessem vendendo apenas provisoriamente o direito de remessa para o exterior.

A alteração definitiva veio em 1996 através da circular n. 2.677 que dispensou a exigência de documentação, para operações de repatriação de recursos e também para a constituição de disponibilidades no exterior, por parte de pessoa física ou jurídica, residente ou domiciliada no país. Essas transferências tornam-se bastante ágeis, pois são operadas pela mesma instituição financeira, ou seja, o banco local e a instituição da qual é representante, na maioria das vezes, uma subsidiária, de sua propriedade, com sede em paraísos fiscais.

A partir das mudanças advindas com os FIEs e a flexibilização da CC-5, as restrições ao investimento de residentes no exterior foram praticamente eliminadas. Existem apenas restrições de ordem operacional, como por exemplo, os elevados custos de transação da CC-5 que a torna um instrumento de grandes investidores, ou o direcionamento dos recursos dos FIEs que investem exclusivamente em títulos da dívida brasileira.

No que se refere ao acesso dos investidores estrangeiros ao mercado brasileiro de ativos reais e financeiros (Plano D), as condições também se modificaram substantivamente ao longo da década. Consideradas as duas formas do investimento estrangeiro – direto e porta-fólio – houve uma

expressiva modificação no que tange à regulação da primeira e o surgimento de um aparato regulatório para a segunda, inexistente até então.

Foram criados dois instrumentos específicos para o investimento de porta-fólio: os anexos e os fundos que vieram se juntar à conta de não-residentes (CC-5) já discutida anteriormente. A principal distinção entre esses instrumentos diz respeito ao direcionamento dos recursos: nos anexos eram prioritariamente dirigidos para a compra de ações no mercado secundário; os fundos possuíam diversas finalidades específicas – renda fixa, privatização, empresas emergentes, investimento imobiliário – já a conta de não-residentes caracterizava-se exatamente por ausência de direcionamento.<sup>3</sup>

A distinção entre os instrumentos quanto à natureza dos investidores – pessoa física ou jurídica, – tipo de administração – corretora, distribuidora ou banco de investimento –, composição de carteira – renda fixa ou variável –, e tributação dos resultados – alíquota de IR – também era bastante diferenciada visando cobrir uma ampla gama de interesses de investidores. Na prática apenas dois tipos de investimento prosperaram: o Anexo IV<sup>4</sup> e a conta de não-residentes. O primeiro constituiu-se como a forma preferida de participação dos Investidores Institucionais no mercado acionário local. O segundo foi o instrumento por excelência de repatriação provisória de capitais de residentes oriundos principalmente de paraísos fiscais.<sup>5</sup>

Uma característica central dos investimentos de porta-fólio é o caráter de curto prazo dada a ausência de exigência quanto a período de permanência. Para lidar com isto e eventualmente discriminar em favor de alguns tipos de investimento, o governo utilizou basicamente a tributação, através da cobrança do IOF na entrada dos recursos. Essas alíquotas variaram sensivelmente ao longo do tempo em função da situação cambial. A partir da crise asiática em 1997 elas foram progressivamente reduzidas e equiparadas. Esta indistinção significa uma ampliação concreta da convertibilidade na medida em que se abre mão de influir no direcionamento e no prazo de permanência dos capitais.

---

(3) Uma caracterização detalhada dos vários instrumentos encontra-se em Prates & Freitas (1999).

(4) O Anexo V, que constitui o instrumento de captação de recursos externos através dos DRs, não deixa de ser um instrumento de investimento de porta-fólio. Todavia, como a captação de recursos por essa via depende mais da iniciativa das empresas locais, preferimos considerá-lo como um mecanismo de emissão de títulos no exterior.

(5) Nesse caso a conta de não-residentes aparece como mecanismo da internalização de recursos. Este papel só foi possível pela liberalização das condições de expatriação tratadas anteriormente e também porque não há identificação local do investidor, via de regra, um residente travestido de não-residente.

IDE  
modificação  
1992-1994  
1995  
V

De acordo com Bielschowsky (1999), as mudanças relativas ao IDE foram muito significativas durante a década. É possível separar essas modificações em dois grupos distintos: as genéricas e as específicas. Fazem parte da primeira a abertura de novos setores ao investimento direto estrangeiro tais como os resultantes da privatização, da queda da reserva de mercado na informática e a permissão para registro de patentes no setor bioquímico (fármacos). A ausência de restrições à participação dos estrangeiros nas privatizações talvez tenha sido o fator isolado mais importante devido à magnitude do programa. Entre 1992 e 1994 foram privatizados os setores industriais – siderurgia e petroquímica – e após 1995, os serviços de utilidade pública – principalmente, telecomunicações e energia elétrica.

Dos fatores específicos mais importantes tivemos em 1994, através de emenda constitucional, a equiparação da empresa estrangeira à empresa nacional que permitiu à primeira o acesso ao sistema de crédito público e a incentivos fiscais. Outras alterações substanciais ocorreram na legislação de remessa de lucros. Suprimiu-se a proibição da remessa de *royalties* por marcas e patentes. A tributação da remessa de lucros foi reformulada substituindo-se o sistema de alíquotas crescentes e variáveis, em função do valor enviado e cuja incidência mínima era de 25%, pela alíquota única de 15% sobre o total remetido.

O último aspecto da conversibilidade da conta de capital diz respeito à possibilidade de endividamento interno por não-residentes (nível C). Nesse plano a legislação brasileira ainda é bastante restritiva. Para ter acesso ao sistema de crédito doméstico é necessário ser empresa constituída no território nacional, mesmo que a propriedade seja estrangeira. Isto na prática tem impedido que instituições financeiras não-residentes operem alavancadas nos mercados de títulos e imóveis, alimentando bolhas especulativas semelhantes às que ocorreram na Ásia.

## 2.2. Evolução e composição dos fluxos de capitais

Uma avaliação inicial do movimento de integração da economia brasileira aos fluxos de capitais revela um padrão bastante semelhante ao conjunto dos países periféricos tal qual caracterizado no capítulo anterior. Há

uma etapa inicial de crescimento muito intenso entre 1991 e 1994 que é interrompido pela crise mexicana. Segue-se um novo incremento entre 1995 e 1997 antes do agravamento da crise asiática e uma inflexão em 1998 seguida de declínio em 1999 (Tabela 1).

A análise dos diversos tipos de fluxos indica duas características importantes do movimento de capitais: a volatilidade e a reversibilidade. A rigor pode-se constatar que à exceção do IDE, todos os fluxos mostram sensibilidade às crises em graus variados. Isto é mais verdadeiro para o caso do porta-fólio e dos empréstimos de curto prazo. A reversão, embora mais nítida no caso desses últimos, com vários períodos de saída líquida de recursos, também está presente de forma atenuada nos empréstimos de longo prazo. Veja-se por exemplo a drástica redução dos fluxos brutos de empréstimos em 1999, que não se tornou saída líquida apenas em razão do refinanciamento de parcela das amortizações.

Tabela 1  
Movimento de capitais – itens selecionados 1991/99  
(US\$ milhões)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Movimento Bruto</b>									
Porta-fólio	778	3.863	15.352	25.142	24.838	26.078	39.552	31.830	18.315
IDE	628	1.325	954	2.356	4.778	9.644	17.879	28.502	31.377
Empréstimos L.P.	3.689	7.004	9.726	9.785	13.292	21.014	23.564	38.528	27.056
Empréstimos C.P. <sup>(1)</sup>	11.723	18.346	24.358	28.161	29.656	35.773	32.196	19.781	21.883
<b>Total</b>	<b>16.818</b>	<b>30.538</b>	<b>50.390</b>	<b>65.444</b>	<b>72.564</b>	<b>92.509</b>	<b>113.191</b>	<b>118.641</b>	<b>98.631</b>
<b>Movimento Líquido</b>									
Porta-fólio	578	1.704	6.650	7.280	2.294	6.040	5.300	-1.852	1.522
IDE	505	1.156	374	1.738	3.615	9.124	16.219	25.893	29.976
Empréstimos L.P.	2.237	5.280	5.288	3.534	8.382	13.473	4.499	24.609	3.132 <sup>(2)</sup>
Empréstimos C.P.	n.d	6.623	6.012	3.803	1.495	6.117	-3.577	-12.415	2.102
<b>Total</b>	<b>3.320</b>	<b>14.763</b>	<b>18.324</b>	<b>16.355</b>	<b>15.786</b>	<b>34.754</b>	<b>22.441</b>	<b>36.235</b>	<b>36.732</b>

<sup>(1)</sup> setor privado: linhas de crédito de curto prazo + obrigações de bancos comerciais

<sup>(2)</sup> inclui 4,2 bilhões de amortizações refinanciadas

Fonte: Banco Central.

### 2.2.1. O investimento direto estrangeiro

A característica mais proeminente do IDE quando comparado às outras formas de investimento é a sua estabilidade, visível até mesmo nos períodos mais intensos da crise como em 1999. A ausência de volatilidade sugere que

os fluxos de IDE sejam guiados por outros determinantes que não aqueles dos ganhos a curto prazo. Assim, do ponto de vista do balanço de pagamentos, a consistência do IDE teria que ser avaliada não a partir da sua volatilidade ou reversibilidade mas da relação entre o aporte de recursos e a geração de um fluxo de divisas compatível com a sua remuneração.

Isto nos leva a uma primeira caracterização do ciclo de investimentos recente. Conforme se pode observar (Tabela 2) há uma retomada após 1994, ano a partir do qual os aportes líquidos, as conversões e os reinvestimentos vão se elevando continuamente. Esta recuperação, embora seja reflexo do contexto externo favorável, também expressa modificações internas substantivas como a intensificação das privatizações e o crescimento rápido da renda desencadeado pelo programa de estabilização. A desaceleração do crescimento da renda interna após 1997 e a continuidade do aumento do IDE indicam que este tem se movido por outras razões inclusive de natureza patrimonial que ganham corpo nas privatizações, fusões & aquisições.

Tabela 2  
Investimento direto estrangeiro  
(US\$ bilhões)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
IDE (bruto)	1,3	0,9	2,4	5,5	10,5	18,7	28,5	31,4
(-) Retornos	0,2	0,6	0,6	1,2	0,5	1,7	2,6	1,4
IDE (líquido)	1,1	0,3	1,8	4,3	10,0	17,0	25,9	30,0
(-) Conversão e Reinvestimento	(0,1)	(0,1)	(0,1)	1,4	0,8	0,7	1,9	4,3
IDE c/aporte cambial	1,2	0,4	1,9	2,9	9,2	16,3	24,0	25,7
Memória: Remessa de Lucros e Dividendos	(0,6)	(1,8)	(2,5)	(2,6)	(2,4)	(5,6)	(7,2)	(4,0)

Fonte: Banco Central.

Voltando à questão da consistência, os dados da Tabela 2 nos permitem constatar um novo padrão de remuneração para o IDE. A participação dos lucros e dividendos no aporte efetivo de divisas pelos investimentos tem se situado entre 25 e 30%.<sup>6</sup> Este é de fato um patamar muito elevado considerando que ocorre na etapa expansiva do ciclo de investimentos. Todavia tudo indica que este é um parâmetro permanente de remuneração do IDE. Isto é, conforme assinalado no capítulo 1, a taxa

(6) No ano de 1999 este valor apresenta-se mais baixo em razão da má valorização do câmbio. A permanência de uma taxa de câmbio depreciada durante todo o ano certamente inibiu a remessa de lucros.

de juros mais elevada quando comparada a outros períodos exige rentabilidade maior do investimento produtivo.

Em tese o problema anterior poderia ser minimizado, a depender da orientação do novo investimento. Isto é, a sua concentração na criação de capacidade produtiva adicional em setores produtores de bens *tradeables* poderia repor a consistência necessária do ponto de vista do fluxo de divisas. No que diz respeito ao primeiro aspecto, há evidências de que o IDE ganhou uma forte feição patrimonial. Dados do BC<sup>7</sup> mostram que entre 1996 e 1999 entre 25 e 30% dos novos fluxos destinaram-se à compra de empresas privatizadas, sugerindo que a parcela do IDE destinada às fusões & aquisições tenha aumentado ainda mais. As informações mais completas do *World Investment Report* da UNCTAD indicam uma participação crescente do investimento em Fusões & Aquisições perante o *greenfield investment* no total do IDE (Tabela 3).

Tabela 3  
Investimento direto estrangeiro: composição  
(US\$ bilhões)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
IDE – Líquido total	1,8	4,3	10,0	17,0	25,9	30,0
IDE – Greenfield	0,5	1,7	5,3	4,4	1,3	n.d
IDE – Fusões & aquisições	1,3	2,6	4,7	12,6	24,6	n.d
Fusões & aquisições/total (%)	72,2	60,4	47,0	74,1	95,0	n.d

Fonte: Bacen e World Investment Report – UNCTAD.

Uma indicação a mais sobre a inconsistência sugerida acima aparece nas informações sobre o destino das inversões. Pela Tabela 4 percebe-se que os novos investimentos concentraram-se sobretudo no setor de serviços e especialmente naqueles cuja atividade não produz divisas. É o caso de energia; gás e água; correios e telecomunicações, e também a intermediação financeira, que passaram a concentrar cerca de 1/3 do estoque de investimento estrangeiro no país. Esses valores são um reflexo da privatização da Telebrás e da maior velocidade na venda das concessionárias de energia.

Pode-se, portanto, falar num deslocamento de grande intensidade do fluxo de IDE, da indústria e dentro dela de ramos *tradeables* – alimentos e bebidas; produtos químicos; metalurgia básica, automobilística – para o setor

(7) Ver, Banco Central do Brasil – Nota para Imprensa, Setor Externo, Quadro VI.

de serviços que é na sua quase totalidade um produtor de *non-tradeables*. Reforça-se, portanto a idéia de que o fluxo de IDE possui uma contradição básica entre o fluxo de remuneração exigido e a contribuição para a geração de divisas.

Tabela 4  
Estoque de IDE total e por setores selecionados

	Estoque 1995		Estoque 1999	
	Valor	%		%
Agricultura	688,6	1,6		1,0
Indústria	23.402,4	55,0		30,0
Alimentos e bebidas	2.332,4	5,5		3,0
Produtos químicos	4.747,7	11,2		6,0
Metalurgia básica	2.566,2	6,0		n.d
Automobilística	2.851,3	6,7		5,0
Serviços	18.439,0	43,4		68,0
Eletricidade, gás e água	0,2	0,0		9,0
Correio e telecomunicações	195,1	0,5		11,0
Intermediação financeira	1.254,8	2,9		9,0
Serviços prestados a empresas	11.454,9	26,9		25,0
Total	42.530,0	100,0		100,0

Fonte: BC, Censo de Capitais Estrangeiros.

Uma última observação diz respeito ao papel desempenhado pelo IDE no financiamento do investimento produtivo. Aparentemente houve uma importância crescente do investimento externo quando considerado o fluxo líquido total. Se abatermos os recursos destinados à privatização a importância cai substantivamente. A exclusão do montante destinado a fusões & aquisições demonstra uma participação restrita do IDE no esforço de investimento doméstico. Isto obviamente não significa desprezar o papel que possa ter tido na incorporação de inovações tecnológicas.

### 2.2.2. O investimento de porta-fólio

Conforme apontado anteriormente, os fluxos de porta-fólio que constituíram uma forma importante de captação de recursos durante a década caracterizaram-se por elevada volatilidade e reversibilidade. Para esclarecer melhor as razões desse comportamento examinamos a seguir em detalhe as

formas que assumiram ao longo do tempo com destaque para os anexos e a conta de não-residentes (CC-5).

Para entender o comportamento instável desses fluxos, é necessário tecer algumas considerações relacionadas à sua origem e destino. A análise do perfil dos investidores no Anexo IV realizada por Prates & Freitas (1999) mostra uma grande participação de bancos (47%) e outras instituições financeiras (32%) no conjunto dos investidores. Isto sugere uma participação expressiva tanto de peças físicas quanto de fundos de investimento. A participação dos fundos de pensão (1,5%) é inexpressiva. Por sua vez a procedência desses investidores está concentrada na América Central (37%) e América do Norte.

A partir dessas informações pode-se inferir a presença de dois tipos básicos de investidores: os fundos de investimento de origem americana e investidores individuais nacionais operando como não-residentes através de bancos em paraísos fiscais. A implicação desse perfil é que as aplicações têm prazo mais curto quando comparadas, por exemplo, aos investimentos dos fundos de pensão ou seguradoras. Por serem oriundas de número restrito de agentes, tornam-se mais voláteis devido à formação comum de expectativas, originando o denominado "comportamento de manada".

A utilização da CC-5 para internalizar os investimentos de porta-fólio tem sido um instrumento usado essencialmente pelos investidores residentes disfarçados de não-residentes. As razões principais para este uso foram a maior flexibilidade no direcionamento dos recursos e o tratamento tributário diferenciado. A esse respeito há três períodos distintos a considerar: no período inicial da abertura, até 1995 a CC-5 tinha uma alíquota de IOF igual ou inferior aos outros instrumentos. Na fase de maior captação em 1996/97 sua alíquota foi elevada para desestimular sua utilização. Por fim, com as crescentes dificuldades de financiamento externo após 1997 ela foi progressivamente equiparada às outras formas de captação.

As informações disponíveis indicam que a CC-5 constituiu o instrumento por excelência de expatriação de capitais. Os volumes líquidos remetidos são crescentes ao longo do tempo e coincidem com a progressiva liberalidade do Bacen no tratamento da questão. Após 1995, a redução das vantagens tributárias via-à-vis os anexos e de 1997 em diante, a crescente expectativa de desvalorização cambial vão intensificando as saídas de recursos. Os dados

são bastante eloqüentes na caracterização da CC-5 como o caminho de expatriação de capitais na via de mão dupla que constitui a liberalização financeira.

Tabela 5  
Conta de não-residentes  
(US\$ milhões)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Saldo Líquido*	-4.487,0	-5.726,9	-5.597,8	-6.328,0	-5.173,9	-4.048,1	-13.045,0	-1.113,0	-24.817,0

\*Fluxo primário de câmbio entre instituições financeiras no mercado flutuante

Fonte: BCB, Análise do Mercado de Câmbio.

Quanto ao destino, os fluxos de porta-fólio estiveram basicamente concentrados no Anexo IV – cerca de 80% – com algum peso no fundo de renda fixa – 15%. Essa composição levou a que esses recursos fossem direcionados quase que exclusivamente para a aquisição de ações no mercado secundário. Embora não haja informação detalhada sobre a aplicação da CC-5, tudo leva a crer que o padrão tenha sido o mesmo dos demais investimentos de porta-fólio.

A quase exclusividade dos recursos do Anexo IV foi direcionada para compra de ações das empresas estatais em processo de privatização. Isto leva a inferir que, mais do que a preocupação com o fluxo de rendimentos futuros proporcionados pela distribuição de lucros e dividendos – o que a rigor criaria o mesmo problema de inconsistência do IDE pela natureza dos setores –, a motivação principal desses investimentos residiu no ganho patrimonial resultante da valorização das ações. Esses ganhos ficam evidentes através da Tabela 6.

Dois aspectos salientam-se na Tabela 6: a crescente valorização até 1997 e o aumento da rotatividade dos recursos. O tipo de pressão que esses processos impõem sobre o balanço de pagamentos é evidente. Mesmo em períodos de relativa calma a rotatividade elevada de recursos pode ocasionar instabilidade na taxa de câmbio. Por outro lado, a valorização dos investimentos, que é fruto dos mercados estreitos, ocasiona nos momentos de reversão sérios estrangimentos cambiais que podem desencadear uma crise de maior profundidade.

Tabela 6  
Anexo IV  
(US\$ milhões)

Anos	Estoque	Fluxos Anuais		Rotativ. <sup>(2)</sup>	Saldo	Acumulado
	de Ativos <sup>(1)</sup>	Entradas	Saídas			
1991	-	482	96	20	386	386
1992	-	2.967	1.652	56	1.315	1.701
1993	10.380	14.614	9.136	63	5.478	7.179
1994	20.971	20.532	16.778	82	3.754	10.933
1995	18.650	22.025	21.498	98	527	11.460
1996	23.681	22.936	19.342	84	3.594	15.054
1997	32.047	32.191	30.576	95	1.615	16.669
1998	17.365	21.887	24.349	111	-2.462	14.207
1999	19.966	11.180	9.400	84	1.128	15.335

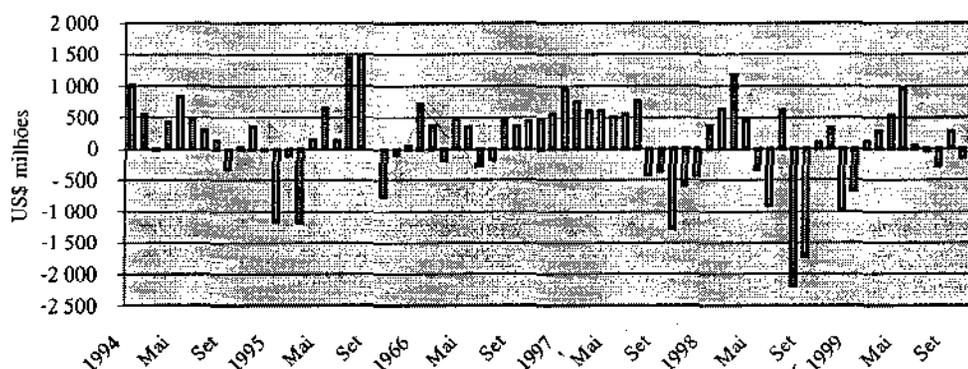
Fonte: Banco Central do Brasil, Boletim Mensal e Prates & Freitas (1999).

<sup>(1)</sup> Dados de final de período

<sup>(2)</sup> Indicador de rotatividade dos recursos (%): saídas/entradas

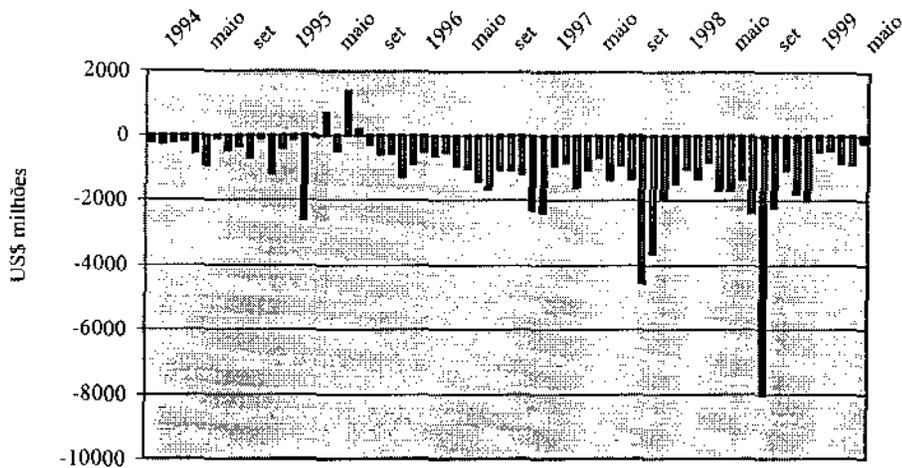
A volatilidade e reversibilidade dos fluxos de porta-fólio podem ser melhor observadas através dos dados mensais (Gráfico 1). Além da intensidade da reversão nos períodos de crise, o gráfico também indica um aumento da volatilidade dos fluxos após o início da crise asiática em meados de 1997. Associada a isso também constata-se uma redução do patamar da entrada de recursos desde então. Não é diferente o comportamento dos recursos das contas de não-residentes com o agravante que constituem um fluxo permanentemente negativo cujas saídas líquidas se intensificam em períodos de crise cambial (Gráfico 2).

Gráfico 1  
Volatilidade do Anexo IV



Fonte: Banco Central do Brasil, Boletim Mensal (Vários números).

Gráfico 2  
Conta de não-residentes – fluxos líquidos



Fonte: Banco Central do Brasil. Análise do Mercado de Câmbio (Vários números).

Um último aspecto relativo aos fluxos de porta-fólio diz respeito ao impacto que têm como fonte de financiamento adicional para as empresas que operam no país. Em tese, justificar-se-ia a absorção de fundos externos como forma de aprofundar a liquidez do mercado secundário de ações e elevar as cotações, aproximando-as do seu valor patrimonial. Isto permitiria, num segundo momento, a emissão primária de ações, no mercado doméstico ou internacional – via *DRS* – e, portanto, o financiamento de novos investimentos por parte das empresas.

Segundo os dados apresentados por Souza (1998), embora o volume de negócios da principal Bolsa brasileira tenha crescido 40 vezes em termos nominais no período de maior expansão entre 1991 e 1997 e o valor de mercado das empresas tenha se multiplicado por seis no mesmo período, isto foi insuficiente para dinamizar o mercado acionário. A maior razão parece ser, sem dúvida, a concentração dos negócios em algumas poucas empresas, as estatais privatizáveis ou privatizadas, como mostram os dados abaixo. Esta concentração em torno de algumas empresas é ainda maior no caso dos investimentos de porta-fólio estrangeiros.<sup>8</sup>

(8) O já citado trabalho de Prates (1999) adverte que a compra do controle acionário das empresas nacionais via IDE tem implicado um estreitamento ainda maior do mercado acionário. Via de regra as novas empresas passam a utilizar recursos próprios para financiar suas atividades, sem recorrer portanto ao mercado acionário. Não é incomum inclusive a recompra de ações em circulação no mercado.

Tabela 7  
Concentração do mercado acionário à vista (em %)

	a maior	as cinco maiores	as dez maiores
1991	41,2	75,1	81,5
1992	54,8	74,4	81,9
1993	50,2	71,3	80,5
1994	40,1	69,1	77,6
1995	50,0	71,2	80,9
1996	61,2	75,8	84,7
1997	55,9	72,9	81,8

Fonte: Souza (1998).

Certamente a concentração inicial no mercado acionário e a posterior aquisição por grupos estrangeiros são o fator central da explicação do baixo dinamismo do mercado primário de ações. Tanto o número de companhias abertas quanto o volume emitido de novas ações cresceram muito pouco durante o período – de 861 para 968 empresas e de US\$ 1 bilhão para US\$ 3 bilhões de volume emitido, entre 1992 e 1997. A rigor o crescimento expressivo no último ano deveu-se sobretudo à emissão de *ADRs* de nível III, processo que encontrou crescentes dificuldades após a eclosão da crise asiática. Assim os dados apresentados confirmam que os investimentos de porta-fólio direcionados para o mercado acionário estão prioritariamente envolvidos num jogo patrimonial, tendo pouco impacto no financiamento interno das empresas.

### 2.2.3. O endividamento por títulos

Vimos na caracterização inicial que o endividamento por títulos de dívida também sofreu uma intensa reversão em 1999. Somente a conversão de parte das dívidas em investimentos diretos evitou o surgimento de um fluxo de recursos negativos que poderia ter agravado ainda mais a crise cambial deste ano. Outro indicador da retração desse mercado é o incremento da participação do setor público que chega a 1/3 do total no ano referido (Tabela 8). Esta é certamente outra indicação importante da retração do financiamento externo, num ciclo de endividamento inteiramente dominado por captações privadas.

Tabela 8  
Emissões autorizadas de títulos no exterior

Tipos	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	I Tri	II Tri	III Tri
<b>Total</b>											
Número de lançamentos	202,0	267,0	230,0	258,0	256,0	327,0	396,0		98,0	158,0	61,0
Valor (US\$ milhões)	5.572,0	12.149,0	11.572,0	13.474,0	16.978,0	25.864,0	43.230,0	30.933,0	4.165,0	9.432,8	4.631,6
Prazo Médio (anos)	3,0	4,0	5,0	5,0	6,0	9,6	7,9		4,2	4,5	3,8
"Spread" (pontos básicos)	571,0	640,0	492,0	502,0	474,0	404,1	538,0		604,5	655,9	665,9
Custo Global (% <sup>a</sup> *)	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	10,3	10,7		10,9	11,8	12,3
<b>Setor Privado Financeiro</b>											
Número de lançamentos	66,0	161,0	129,0	133,0	80,0	91,0	129,0		24,0	34,0	19,0
Valor (US\$ milhões)	2.720,0	7.814,0	8.031,0	7.567,0	7.075,0	6.347,0	10.690,0		2.378,0	3.093,9	1.634,6
Prazo Médio (anos)	3,0	3,0	4,0	4,0	5,0	6,3	4,6		1,8	2,5	2,3
"Spread" (pontos básicos)	637,0	666,0	500,0	511,0	496,0	358,6	495,0		642,1	762,2	593,9
Custo Global (% <sup>a</sup> *)	12,0	11,0	11,0	11,0	11,0	9,8	10,3		11,1	12,7	11,4
% da captação total	48,8	64,3	69,4	56,2	41,7	24,5	24,7		57,1	32,8	35,3
<b>Setor Privado Não Financeiro</b>											
Número de lançamentos	128,0	96,0	99,0	119,0	167,0	219,0	257,0		74,0	123,0	39,0
Valor (US\$ milhões)	1.912,0	2.747,0	3.223,0	3.552,0	7.606,0	12.632,0	24.202,0		1.787,0	3.338,9	1.396,1
Prazo Médio (anos)	5,0	6,0	6,0	5,0	7,0	8,4	9,7		7,5	6,0	5,7
"Spread" (pontos básicos)	576,0	595,0	497,0	557,0	493,0	432,3	548,0		554,6	581,5	721,6
Custo Global (% <sup>a</sup> *)	11,0	11,0	11,0	12,0	11,0	10,6	10,9		10,6	11,1	12,8
% da captação total	34,3	22,6	27,9	26,4	44,8	48,8	56,0		42,9	35,4	30,1
<b>Setor Público</b>											
Número de lançamentos	8,0	10,0	2,0	6,0	9,0	17,0	10,0	7,0	-	1,0	3,0
Valor (US\$ milhões)	940,0	1.588,0	318,0	2.355,0	2.297,0	6.885,0	8.338,0	7.951,0	-	3.000,0	1.600,9
Prazo Médio (anos)	4,0	4,0	8,0	4,0	4,0	15,0	7,0	5,9	-	5,0	3,7
"Spread" (pontos básicos)	518,0	520,0	358,0	467,0	421,0	394,3	563,0	697,0	-	629,0	690,6
Custo Global (% <sup>a</sup> *)	11,0	10,0	10,0	11,0	10,0	10,5	10,8	12,6	-	11,5	12,6
% da captação total	16,9	13,1	2,7	17,5	13,5	26,6	19,3	25,7		31,8	34,6

Fonte: Banco Central do Brasil, Boletim Mensal (Vários números).

O ano de 1997 marca o auge das captações, olhadas do ponto de vista da sua qualidade – menor *spread* e maior prazo. Esse é também o momento de maior expansão do mercado de títulos para os países emergentes. A partir de então há uma progressiva deterioração das condições de captação que em 1999 chegam a atingir valores semelhantes aos do início da década. Embora com menor volatilidade e reversibilidade do que o porta-fólio, a deterioração dessa forma de endividamento é inegável.

Do ponto de vista do agente doméstico, o setor bancário lidera as captações até 1996. Até certo ponto é natural que assim tenha sido, pois os bancos têm mais *expertise* para endividar-se externamente e portanto saíram na frente. É possível que fatores internos tenham pesado nessa trajetória. Após a crise do México, a política econômica contracionista e a elevação ainda maior dos juros implicaram na crescente inadimplência e no maior racionamento de crédito, o que certamente se refletiu no volume de repasses pelos bancos. A mudança da política cambial com a introdução na prática da indexação do câmbio também favoreceu a retração da demanda por esse tipo de crédito. Assim, apesar da persistente melhora das condições de captação pelos bancos após 1996 sua participação no total captado se retrai.

Após a crise asiática a deterioração das condições de captação pelos bancos é mais intensa quando olhada do ponto de vista dos prazos e *spreads*. Entretanto ela é menos abrupta se vista da ótica dos valores captados. O oposto ocorre com a emissão de títulos por parte das empresas, isto é, deterioração mais rápida dos volumes financiados, mas performance menos ruim na qualidade do financiamento. Este é certamente um indicador da maior capacidade dos bancos em negociar a manutenção de linhas de financiamento em períodos de crise.

Um aspecto adicional merece ser considerado na discussão da volatilidade dos fluxos provenientes da emissão dos títulos. Até certo ponto é surpreendente a retração das novas emissões em 1999 quando se considera a melhora progressiva da sua qualidade no que diz respeito a prazos até 1997. Isto se deve sem dúvida à cláusula de *put option* presente na maioria desses títulos e que permite ao comprador exigir o seu resgate antes do vencimento em prazos intermediários previamente estabelecidos. Dados da ANBID citados por Prates & Freitas (1999) dão conta que até 1997 cerca de metade do valor

das emissões possuía *put option*. Em 1998 essa cláusula fez parte de 75% do total emitido.

No que tange à captação de recursos externos através de títulos, cabe ainda considerar a emissão de ações através de *DRs*. As emissões tiveram um desempenho brilhante entre 1994 e 1997, passando de US\$ 600 milhões para US\$ 4,2 bilhões.<sup>9</sup> Entretanto sofreram os efeitos da crise tanto quanto as outras formas de financiamento via títulos, pois reduziram-se para US\$ 3,6 bilhões em 1998 e US\$ 1,0 bilhão em 1999. Isto reforça a percepção de que nenhuma das formas de captação esteve imune à crise sofrendo pelo menos intensa retração quando não assumindo valores negativos.

Tabela 9  
Endividamento externo da grande empresa

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Recursos de terceiros/recursos totais	37,2	39,9	42,4	37,4	39,0	44,0
Dívida direta externa/dívida total	5,9	14,9	27,5	27,0	28,2	23,3

Fonte: Pereira (1999).

Diferentemente dos fluxos de porta-fólio, o impacto da dívida externa direta sobre o financiamento da economia foi expressivo. A rigor este endividamento propiciou um novo ciclo de endividamento da grande empresa. Ou seja, tanto o crescimento dos níveis de endividamento quanto a substituição de dívida interna por dívida externa (Tabela 9). Conforme analisado por Pereira (1999), esses recursos possibilitaram a substituição de fontes internas de financiamento mais caras – capital de giro – ou de difícil acesso – investimento – devido a seus custos e prazos mais favoráveis. De qualquer modo o seu impacto esteve restrito às grandes empresas, dada a seletividade que é típica dos instrumentos de dívida direta.

A importância do financiamento externo na alimentação do ciclo de crédito interno através dos repasses bancários é indiscutível embora tenha tido caráter limitado ou circunscrito a certos tipos de instituições financeiras e a determinados períodos. Os bancos públicos federais e estaduais se endividaram abaixo da média do sistema de bancos múltiplos e comerciais. Este padrão também esteve presente nas instituições especiais de crédito

(9) Dados do Bacen, Nota para Imprensa, Janeiro de 2000. Quadro IV.

públicas fazendo com que o conjunto do sistema bancário nacional tenha tido um endividamento externo bastante moderado (Tabela 10).

Os bancos privados nacionais, apesar de responsáveis por uma parcela expressiva do crédito concedido internamente, mantiveram um baixo patamar de endividamento externo. Quando o ciclo de crédito interno se reverteu após 1995 também se contraiu a captação externa. Os bancos com alguma forma de participação estrangeira tiveram maior participação do passivo externo nas suas fontes de recursos. No caso dos bancos estrangeiros que são de longe os maiores tomadores de dívida externa, não há uma correspondência entre o ciclo de crédito interno e as captações. Isto sugere que parte desse endividamento tenha sido utilizada para a aquisição de ativos financeiros – títulos públicos – em função do diferencial de rentabilidade.

Tabela 10  
Bancos múltiplos e comerciais privados – indicadores seleccionados (%)

	Jun/94	Jun/95	Jun/96	Jun/97	Jun/98	Dez/98
<b>Obrigações externas/Passivo</b>						
Sistema Bancário Nacional – Total	10,5	8,3	8,2	7,8	10,5	9,7
Bancos Múltiplos e Comerciais	12,7	10,1	10,1	9,5	12,7	11,2
Privados Nacionais	11,9	10,2	10,1	11,0	11,8	9,0
Estrangeiros	24,6	26,2	26,4	28,0	45,6	47,7
Controle Estrangeiro	28,0	23,4	21,2	15,2	21,0	17,6
Participação Estrangeira	18,6	18,2	19,3	14,6	18,3	17,4
Memória: variação do crédito (%)	n.d.	80,2	3,0	-0,6	-22,4	-4,0

Fonte: Sisbacen, apud Puga (1999).

#### 2.2.4 O endividamento bancário de curto prazo

No início dessa seção fez-se referência à volatilidade do financiamento bancário de curto prazo demonstrando-se que os fluxos de capitais desse tipo mostraram-se também os de maior reversibilidade (Tabela 1). Essa característica está associada em larga medida ao direcionamento dessas linhas de crédito, bastante concentradas no financiamento do comércio exterior, isto é no capital de giro de empresas importadoras e exportadoras, bem como em operações de arbitragem.

No que diz respeito à volatilidade e reversibilidade, os dados sugerem claramente que estão associados mais às condições internacionais dos bancos

do que às mudanças da situação doméstica. Embora isto seja verdadeiro, há fatores internos que influenciaram o volume de crédito de curto prazo concedido pelos bancos. Dentre esses cabe destacar além do ciclo de crescimento doméstico, a proibição de realização de importações financiadas num prazo menor de 180 dias em 1997 e o regime de câmbio flutuante após janeiro de 1999.

O financiamento das importações a prazos muito curtos transformava, na prática, as linhas bancárias comerciais externas em operações de financiamento de capital de giro das empresas importadoras, a um custo mais baixo do que as linhas internas. No regime de câmbio fixo, ou mais precisamente de taxa de câmbio fixa em termos reais, os próprios bancos e alguns grandes tomadores realizavam operações de arbitragem em função dos diferenciais de taxas de juros, com risco reduzido. Certamente essas duas práticas tiveram relevância para o inchaço das linhas externas de curto prazo.

Em nenhum momento essas linhas chegaram a apresentar uma participação expressiva nos passivos do conjunto do sistema financeiro doméstico. Todavia como mostraram Prates & Freitas (1999), no caso do segmento bancário privado essa participação adquiriu valores mais expressivos e oscilou entre dez e 15% do total.

Por fim, do ponto de vista do financiamento, conforme adiantado acima, as linhas de curto prazo desempenham um papel essencial no que tange ao financiamento do comércio exterior e especialmente das exportações. Parte desse papel superdimensionado deve ser atribuído ao pouco desenvolvimento do sistema financeiro doméstico, o que cria sérias dificuldades em momentos de retração dos créditos externos.

### **2.3. A desnacionalização do setor bancário**

Na segunda metade da década assistiu-se a uma desnacionalização sem precedentes do setor bancário nacional. Os argumentos em favor desse processo são os já conhecidos, que enfatizam a ampliação da concorrência e a introdução de inovações bem como a superioridade dos bancos estrangeiros sobre os nacionais do ponto de vista operacional. Adicionalmente, o processo

também responderia à necessidade de redefinir o papel do Estado no setor ampliando a eficiência através da privatização de parte expressiva dos bancos públicos.

A penetração de bancos estrangeiros teve impulso também em fatores conjunturais. O processo de estabilização da moeda desencadeou um ajuste de profundidade do setor inviabilizando os bancos menos sólidos. Somou-se a isso o aumento da fragilidade bancária em 1995, resultante dos elevados níveis de inadimplência que decorreram da combinação entre expansão do crédito e altas taxas de juros. A junção dos dois aspectos deteriorou a situação de um conjunto expressivo de bancos públicos e privados que terminaram vendidos aos estrangeiros.

A maioria dos processos de compra de bancos nacionais por estrangeiros foi realizada sob controle do Banco Central, através de medidas *ad hoc* à revelia do Congresso Nacional, ao abrigo do artigo 52 das disposições transitórias da Constituição de 1988. O resultado após quatro anos é o que se pode ver no quadro abaixo, uma participação crescente da participação estrangeira no sistema bancário nacional.

Tabela 11  
Participação estrangeira no sistema bancário nacional – (%)

	<b>Ativos Totais</b>	<b>Operações de Crédito</b>	<b>Dépósitos Totais</b>	<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>Captação Externa</b>
Jun/95	10,4	6,5	7,1	15,0	34,5
Dez/95	11,9	7,0	9,0	18,3	41,0
Jun/96	14,0	9,3	6,7	16,4	44,0
Dez/96	13,5	10,6	8,7	16,9	39,2
Jun/97	17,8	9,5	13,3	20,0	37,4
Dez/97	21,0	9,8	16,3	25,8	45,3
Jun/98	24,7	7,1	17,3	25,5	48,3
Dez/98	22,5	21,0	17,1	26,0	50,0

Fonte: Banco Central – SISBACEN e DIMOB, apud Prates & Freitas (1999).

A caracterização do aumento da participação estrangeira no sistema bancário nacional mostrada na Tabela 11 traz à luz outras particularidades desse subsistema de propriedade de não-residentes, tais como a maior propensão ao endividamento externo e o menor comprometimento com as

operações de crédito.<sup>10</sup> Isto posto, a maior presença dos estrangeiros acentuaria alguns dos problemas mais importantes do sistema financeiro nacional, tais como a inadequação do financiamento às atividades produtivas e a ampliação da vulnerabilidade externa da economia.

Há uma clara assimetria na operação do subsistema de propriedade estrangeira, evidenciado na comparação entre a sua participação no total do sistema – ativos ou patrimônio líquido – e o peso de suas captações externas. Isto indica que esses bancos utilizam muito mais intensamente a sua base de captação externa em detrimento da interna. A primeira razão pela qual isto pode ser danoso à economia nacional é a do financiamento de atividades produtoras de bens e serviços não-comercializáveis, criando um desequilíbrio entre fluxos de divisas e remuneração dos empréstimos. A segunda, diz respeito ao comprometimento com processos de arbitragens de taxas de juros via aquisição de ativos financeiros.

A maior propensão ao endividamento externo dos bancos de origem estrangeira não se traduz num papel mais ativo no que tange ao crédito. Como mostram os dados da Tabela 12 o seu comprometimento com o crédito é bem inferior ao total do sistema de bancos múltiplos e comerciais – que inclui os bancos públicos – e mais ainda ao total do sistema bancário nacional – que inclui as instituições especiais de crédito. Ou seja, foi pífia a contribuição desse sistema ao aperfeiçoamento do financiamento em termos de ampliação e diversificação da captação e concessão de crédito.

Tabela 12  
Sistema bancário nacional: concessão de crédito

	Jun/94	Jun/95	Jun/96	Jun/97	Jun/98	Dez/98
<u>Créditos/Ativos (%)</u>						
Sistema Bancário Nacional	34,3	39,3	35,7	33,6	45,1	31,5
Bancos Múltiplos e Comerciais	31,8	38,7	34,2	31,3	25,0	26,9
Privados Nacionais	28,7	35,3	30,2	29,0	24,4	23,8
Estrangeiros	17,9	26,3	19,6	21,9	20,6	28,0
Controle Estrangeiro	29,8	40,3	32,0	31,8	23,6	26,4
Participação Estrangeira	23,1	24,2	22,8	24,9	25,7	32,7

Fonte: Sisbacen, apud Puga (1999).

Outro indicador relevante do sistema bancário é o da qualidade dos créditos concedidos. Como se pode ver pela Tabela 13, há uma correlação

(10) A ampliação substantiva dos bancos estrangeiros na concessão de empréstimos após meados de 1998 decorreu não de uma mudança global de estratégia mas da aquisição de bancos privados nacionais com grandes carteiras de empréstimos – compra do Real pelo ABN-Amro e do Excel-Econômico pelo BBV.

direta entre o envolvimento na concessão de crédito (crédito/ativos) e a qualidade dos créditos. Isto é, os bancos de origem estrangeira cujo envolvimento é menor com o financiamento, possuem uma menor proporção de créditos em liquidação. Estes dados traduzem uma postura conhecida dos bancos de origem estrangeira, vale dizer, a maior seletividade na concessão de crédito.

Tabela 13  
Sistema bancário nacional: qualidade dos créditos <sup>(1)</sup>

	Jun/94	Jun/95	Jun/96	Jun/97	Jun/98	Dez/98
Públicos – Federais	12,5	15,6	21,5	18,5	24,2	33,2
Públicos – Estaduais	1,4	4,0	5,0	4,8	1,1	17,0
Privados Nacionais	1,1	3,9	16,6	3,6	5,1	4,2
Estrangeiros	2,4	6,6	8,8	8,9	6,9	7,1
Controle Estrangeiro	1,2	4,7	3,5	4,6	5,7	5,8
Participação Estrangeira	1,4	3,3	5,9	4,1	4,5	6,5
Bancos Múltiplos e Comerciais	4,4	7,3	13,3	6,9	11,2	14,6
Sistema Bancário Nacional	3,8	6,6	11,5	6,4	8,7	10,3

<sup>(1)</sup> créditos em atraso e liquidação/créditos totais em (%)

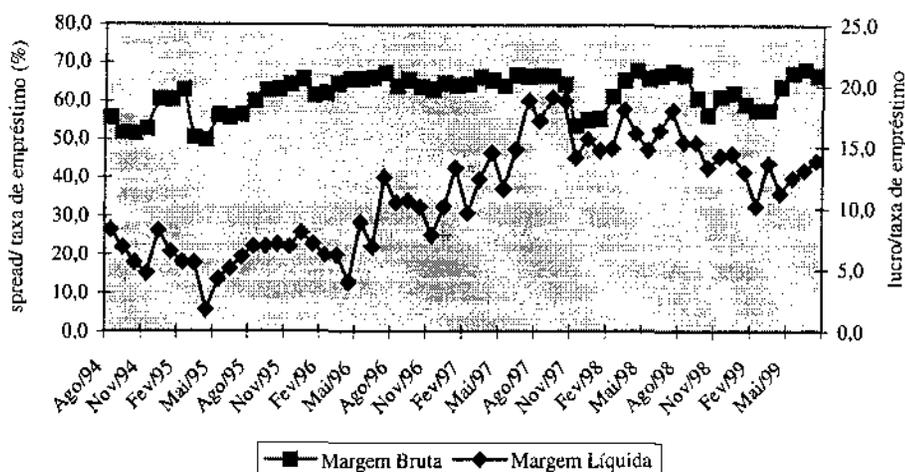
Fonte: Sisbacen, apud Puga (1999).

A combinação entre a maior propensão ao uso de fontes externas de recursos e ao maior racionamento de crédito questiona a eventual superioridade do sistema de propriedade estrangeiro sobre o sistema nacional em especial o controlado pelo setor público federal. Tudo indica que os bancos estrangeiros adaptaram-se à cultura dos bancos nacionais privados de pouca concessão de financiamentos, especialmente de longo prazo e uso excessivo da captação externa em detrimento do desenvolvimento de instrumentos domésticos. Adicionalmente, tal qual os bancos privados nacionais, derivam parcela crescente de seus lucros de operação de Tesouraria especialmente da compra de títulos da dívida pública.

Quando se observa o que ocorreu com as margens de lucro dos bancos (Gráfico 3) o resultado é até certo ponto surpreendente. Os resultados esperados, em consonância com a tese liberal, seriam se não uma redução das margens pelo menos uma estabilidade das mesmas devido à intensificação da concorrência propiciada pela entrada de novos atores. Os dados todavia indicam uma manutenção das margens brutas (*spread*/taxa de empréstimo) que se deve não ao aumento da cunha fiscal ou do nível de inadimplência mas

à elevação das margens líquidas de lucro. Os dados mostram portanto que a entrada de novos participantes estrangeiros não ameaçou a estabilidade do oligopólio bancário, antes consolidou-o.

Gráfico 3  
Margens de lucro dos bancos



Fonte: Banco Central do Brasil. Boletim Mensal (Vários números).

## 2.4. A substituição monetária

Na introdução do trabalho, foi feita a distinção entre conversibilidade e substituição monetária. A primeira diz respeito às regras de passagem de uma moeda qualquer para a moeda doméstica. A segunda refere-se às operações típicas de moeda local nas quais se usa uma moeda estrangeira como substituta, principalmente, mas não somente, por razões de confiança ou segurança. É possível adotar a hipótese de que em condições normais de operação de uma economia qualquer os processos de substituição sejam decorrentes da necessidade de *hedge* dos agentes. Isso significa que esses processos – pelo menos dentro de certos limites – são o produto do aumento da conversibilidade da conta de capital.<sup>11</sup>

Adotado o pressuposto de que a substituição monetária tem origem na busca de proteção resultante da ampliação da conversibilidade, independentemente da natureza do fluxo de capital, pode-se identificar a

(11) A rigor a substituição monetária significa a busca de uma reserva de valor mais segura e confiável. Em situações normais ela reflete a busca de *hedge* para agentes com passivos em outras moedas. Todavia ela pode também indicar desconfiança sobre a moeda local, cuja intensidade e permanência é variável. Ou seja, pode refletir um processo mais permanente de substituição monetária.

existência de três mecanismos básicos de *hedge*: a emissão de dívida pública indexada à variação cambial; os contratos futuros de câmbio da BM&F; a permissão para um conjunto delimitado de empresas realizarem depósitos em moeda estrangeira em instituições financeiras domésticas.

Das formas de substituição monetária apontadas acima, a dívida pública indexada ao dólar é de longe a mais importante. Por qualquer critério que essa dívida seja medida a sua expansão é bastante rápida alcançando valores elevados em 1999. Aliás este crescimento é anterior à explicitação do problema cambial e foi apenas acelerado como sua decorrência (Tabela 14).

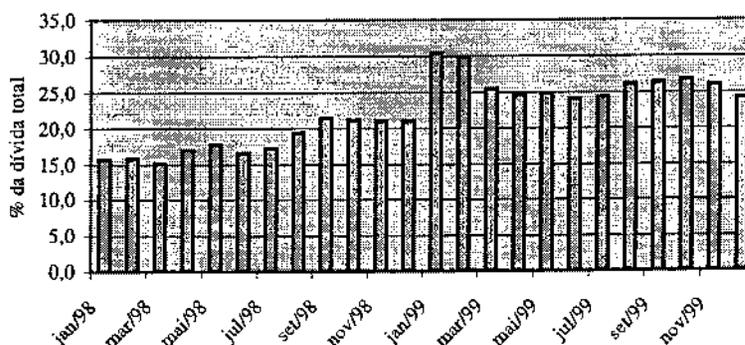
Tabela 14  
Dívida pública indexada ao dólar

	% Dívida	% PIB	% Reservas
Dez/94	8,3	2,4	33,5
Dez/95	5,3	1,6	21,7
Dez/96	9,4	3,2	41,3
Dez/97	15,4	5,3	81,6
Dez/98	21,0	8,9	166,8
Dez/99	24,2	11,4	150,3

Fonte: Bacen, Nota para Imprensa.

Costuma-se argumentar que tal crescimento deveu-se à inexistência de outros mecanismos de *hedge* na economia o que teria exacerbado a demanda por títulos dolarizados. Embora parcialmente verdadeira, tal proposição desconsidera o fato de que há um componente permanente no crescimento da demanda por ativos denominados em dólar. Isto evidencia-se na manutenção de um elevado patamar de dívida pública atrelada à correção cambial mesmo após o ápice da crise (Gráfico 4).

Gráfico 4  
Dívida Indexada à variação cambial



Fonte: Banco Central do Brasil. Boletim Mensal (Vários números).

Outro mecanismo importante de proteção são os contratos futuros de moeda estrangeira negociados na BM&F. Dentre os instrumentos existentes o de maior relevância é o contrato futuro de dólar. Seu objeto é a variação da taxa de câmbio entre as duas moedas com acerto diário de margem. O contrato-padrão é de US\$ 100.000,00 desde outubro de 1997<sup>12</sup> e seu prazo máximo de 24 meses.

A utilização desses contratos como instrumento de *hedge* a partir de 1997 fica visível pelos dados da Tabela 15. Passado o período mais crítico de turbulência cambial há uma regressão significativa no número de contratos. A redução nesse caso foi bem mais significativa do que no caso da dívida pública indexada ao dólar. Esta diferença de comportamento indica que esta última não é utilizada como *hedge* apenas de maneira episódica, mas como meio permanente de dolarização da riqueza de residentes, com a vantagem de menor custo de transação; maiores rentabilidade e liquidez perante os investimentos no exterior.

Tabela 15  
Número de contratos de taxa de câmbio negociados

	1996	1997	1998	1999
Contratos	50.456.923	48.572.750	22.065.476	12.166.257

Fonte: BM&F.

O mecanismo mais recente de substituição monetária compreende a permissão para um conjunto restrito de empresas abrir e movimentar contas em moeda estrangeira em instituições bancárias domésticas. A Resolução n. 2.644 do Banco Central permite que companhias dos setores de petróleo, gás natural e energia elétrica mantenham depósitos em moeda estrangeira no país em montante equivalente ao lucro bruto operacional. A medida visa proteger o lucro das empresas de eventuais variações cambiais tornando os investimentos mais atrativos.

Uma avaliação de conjunto dos instrumentos sugere um avanço da substituição monetária – dolarização – no país. A rigor poder-se-ia argumentar que no caso da dívida pública atrelada ao dólar e nos contratos futuros, este avanço poderia ser contido porque é o governo que em última instância banca

(12) Até esta data o contrato padrão era de US\$ 50.000,00.

os instrumentos. Todavia, dado o grau de conversibilidade da conta de capital e portanto da demanda por ativos dolarizados se o governo decide não atender a uma procura adicional por esses ativos, o resultado será uma pressão muito intensa sobre a taxa de câmbio devido à saída de capitais.

O surgimento da permissão dos depósitos em moeda estrangeira responde de certa forma à pressão por ativos ou proteção dolarizada. Pode-se admitir que um de seus objetivos seja o de diminuir a demanda por esses instrumentos e também sobre a taxa de câmbio. Na prática o seu efeito sobre a taxa dependerá do sinal do fluxo líquido das empresas. O custo obviamente é o do precedente e da demanda subsequente para a sua generalização.

## **2.5. Implicações da abertura financeira**

Examinam-se a seguir os efeitos da abertura no plano da vulnerabilidade externa da economia entendida esta última como a situação corrente e prospectiva das contas externas. Esta dimensão foi eleita como principal devido às poucas modificações acarretadas pela abertura no financiamento da economia. Neste último aspecto os impactos não foram muito distintos dos tradicionais ciclos de crédito externo. Novamente a articulação relevante ocorreu via financiamento da grande empresa e repasses bancários, com as demais formas tendo importância subordinada. De outro lado, as transformações esperadas na estrutura de financiamento doméstico, seja como efeito do aumento da conversibilidade ou pela desnacionalização do setor bancário, não ocorreram.

Um dos resultados da abertura financeira que mais se destacou foi o rápido crescimento do passivo externo da economia brasileira. Esse desempenho tem a sua trajetória colada ao ciclo de crédito internacional, vale dizer, aceleração até 1997 e desaceleração a partir de então. Esta última, todavia, não foi suficiente para refletir-se numa melhoria dos indicadores de endividamento medidos relativamente ao PIB devido à desvalorização cambial em 1999. Assim, ao final do processo pode-se caracterizar uma situação de grande vulnerabilidade dada a magnitude do passivo externo diante do PIB (Tabela 16).

Tabela 16  
Passivos e indicadores externos da economia brasileira  
(US\$ bilhões)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Dívida Externa de Longo Prazo	110,8	114,3	119,7	129,3	142,1	163,3	220,0	212,6
Dívida Externa de Curto Prazo	25,1	31,5	28,6	30,0	37,8	36,7	23,1	24,7
Investimento Direto Estrangeiro	60,2	62,2	65,9	72,7	85,9	106,4	132,3	162,3
Porta-fólio	0,0	0,0	10,4	25,2	41,2	53,3	40,8	43,1
Anexos I a IV	0,0	0,0	10,4	21,0	27,1	32,0	17,4	20,0
Fundos	0,0	0,0	0,0	4,2	6,1	3,6	2,1	0,8
Anexo V	0,0	0,0	0,0	0,0	8,0	17,7	21,3	22,3
Passivo Externo Bruto	196,1	208,0	224,6	257,2	307,0	359,7	416,2	442,7
Reservas Internacionais – Liquidez	23,8	32,2	38,8	51,8	60,1	52,2	44,5	42,1
Investimentos Brasileiros no Exterior	3,7	3,8	4,1	4,3	4,2	5,8	9,2	9,4
Créditos Brasileiros ao Exterior	6,7	6,4	6,3	6,1	7,6	7,3	12,0	10,8
Haveres Externos dos Bancos Comerciais	5,8	8,4	15,0	8,9	11,7	9,6	7,4	5,2
Ativos Externos	40,0	50,8	64,2	71,1	83,6	74,9	73,1	67,5
Passivo Externo Líquido	156,1	157,2	160,4	186,1	223,4	284,8	343,1	375,2
Memória								
PIB em dólares	387,3	429,7	543,1	705,4	775,4	804,1	834,0	555,2
Lucros e Dividendos (líquido)	0,5	1,9	2,5	2,6	2,3	5,6	7,2	4,0
Juros (líquido)	7,3	8,3	6,3	8,1	9,2	10,4	12,0	15,1
Custo Líquido do Passivo Externo	7,8	10,2	8,8	10,7	11,5	16,0	19,2	19,1
Exportações	35,9	38,6	43,5	46,5	47,7	53	51,1	48,0
Varição do PEB (%)	n.d	6,1	8,0	14,5	19,4	17,2	15,7	6,4
Varição do PEL (%)	n.d	0,7	2,0	16,0	20,0	27,5	20,5	9,4
Passivo Externo Bruto/PIB (%)	50,6	48,4	41,4	36,5	39,6	44,7	49,9	79,7
Passivo Externo Líquido/PIB (%)	40,3	36,6	29,5	26,4	28,8	35,4	41,1	67,6
PEB curto prazo/PEB total (%)	12,8	15,1	17,4	21,5	25,7	25,0	15,4	15,3
PEB longo prazo/PEB total (%)	87,2	84,9	82,6	78,5	74,3	75,0	84,6	84,7
PEB curto prazo/Reservas (%)	105,5	97,8	100,5	106,6	131,4	172,4	143,6	161,0
Custo Líquido/PIB (%)	2,0	2,4	1,6	1,5	1,5	2,0	2,3	3,4
Custo Líquido/Exportações (%)	21,7	26,4	20,2	23,0	24,1	30,2	37,6	39,8

Fonte: Banco Central, SOBEET, ANBID.

Essa vulnerabilidade possui várias dimensões das quais destacaremos as que nos parecem ser as principais. Da ótica dos estoques evidencia-se a elevada participação do passivo de curto prazo no total. Este, após atingir a marca de 1/4 de todo o passivo imediatamente antes da crise, cai para cerca de 15% nos anos seguintes. Como já foi demonstrado ao longo do capítulo, este passivo está constituído pelos fluxos que possuem maior volatilidade: porta-fólio e empréstimos de curto prazo. Adicionalmente há que considerar,

conforme já também salientado, que os empréstimos bancários de curto prazo estão subestimados, o que só agrava o problema.

A capacidade do país resistir a um ataque especulativo por reversão dos fluxos de curto prazo encontra-se bastante deteriorada, como mostram os dados do passivo de curto prazo vis-à-vis as reservas internacionais. A rigor há que considerar que a situação deteriorou-se bastante nos últimos anos. Isto porque haveria de somar ao passivo externo de curto prazo o passivo interno dolarizado, vale dizer, a dívida com correção cambial e a posição bancada pelo governo no mercado de derivativos de taxa de câmbio.

Outra dimensão do problema e que não está explícita nos dados apresentados refere-se à manutenção dos fluxos de longo prazo. Para evitar uma redução muito brusca do passivo externo, ou seja, um financiamento líquido negativo, os fluxos brutos teriam que se manter em patamares elevados. O problema diz respeito, essencialmente, à rolagem da dívida de longo prazo, isto é, ao refinanciamento das amortizações. Se desconsiderarmos as cláusulas de *put option* que têm a capacidade de diminuir o período de amortização da dívida de longo prazo, teremos nos próximos cinco anos o vencimento, a cada período, de cerca de 10% do total dessa dívida.

O volume de amortizações é, portanto, elevado, e reflete o tamanho do passivo externo. Desse ponto de vista a melhoria das condições internacionais de financiamento para os países emergentes será de importância crucial para o Brasil. A substituição de parte das amortizações por fluxos adicionais de IDE parece viável dentro de limites estreitos. Como vimos, ela já tem ganho alguma expressão na conversão de dívida em investimento. Por outro lado o esgotamento do estoque de ativos privatizáveis também limita o crescimento do IDE nos próximos anos.

Outro aspecto da vulnerabilidade externa diz respeito aos desequilíbrios de fluxos. Quando se toma a relação custo do passivo líquido / PIB nota-se que esta vem assumido valores progressivamente mais altos desde 1997, portanto a desvalorização cambial de 1999 apenas agravou o problema situando a transferência de recursos líquidos no patamar de 3,5% do PIB. Este é certamente um valor muito elevado quando comparado com outros períodos

históricos e expressa tanto o patamar mais alto da taxa de juros quanto as novas exigências de remuneração do IDE.

O indicador que mostra com maior precisão o desequilíbrio de fluxos é o do custo líquido do passivo/exportações. Crescente desde 1996, atinge cerca de 40% em 1999. O aumento deste indicador traduz um crescimento da taxa implícita de remuneração do passivo líquido, superior à taxa de crescimento das exportações. A implicação mais relevante é a rigidez da conta de transações correntes, na qual o peso da remuneração de capitais é crescente. Ou seja, com o custo do passivo absorvendo uma parcela crescente das exportações diminui proporcionalmente o espaço para importação de bens e serviços.

Por fim, cabe indagar quais os efeitos da maior abertura e fragilidade externas sobre a substituição monetária. O fato do Brasil possuir uma moeda não-conversível nos termos definidos no capítulo significa que os fluxos de capitais externos são mais voláteis. A combinação de uma maior conversibilidade da conta de capitais com a volatilidade desses capitais tem conduzido a um processo de substituição monetária que deve se aprofundar ao longo dos próximos anos.

## Capítulo 3

### **Abertura comercial, reestruturação produtiva e inserção externa**

Da perspectiva do setor produtivo, as dimensões do processo de liberalização com maior impacto direto e imediato foram a abertura comercial e as privatizações. Essas iniciativas constituem parte importante de um paradigma de crescimento alternativo ao desenvolvimentismo. Os fundamentos deste último eram a industrialização por substituição de importações e uma ampla intervenção do Estado, da qual fazia parte um setor produtivo estatal concentrado nas indústrias de base e na infra-estrutura.

Para a visão neoliberal, o desenvolvimentismo teria sido o responsável pela crescente perda de dinamismo das economias latino-americanas, especialmente no que diz respeito à incapacidade de manter o ritmo de incorporação do progresso técnico e do aumento de produtividade. A razão essencial para isto, segundo Franco (1998), foi a falta de concorrência decorrente da elevada proteção tarifária e do excesso de regulação ou presença estatal.

O novo modelo de crescimento colocar-se-ia como uma alternativa radical ao desenvolvimentismo ao definir a concorrência como motor primordial do processo. Ou seja, em substituição às políticas de demanda ou de garantia de mercado decorrentes do primeiro paradigma propõe-se uma política de oferta, sintetizada na ampliação da concorrência. Este seria o mecanismo central de estímulo à incorporação de novas tecnologias, sustentando o ciclo virtuoso de aumento de produtividade e salários reais.

Para realizar esse desiderato utilizar-se-iam a abertura comercial e a privatização. A primeira, através da rebaixa geral de tarifas, permitiria a entrada de novos produtores no mercado antes protegido, ampliando a concorrência. A

segunda acarretaria uma gestão mais eficiente de vários segmentos produtivos via mudança de propriedade além da eliminação de vários monopólios estatais.

Há algumas suposições implícitas a esse novo modelo que convém explicitar. A abertura seria uma via de mão dupla pois ao mesmo tempo em que levaria uma maior concorrência nos mercados locais também permitiria o acesso mais fácil aos mercados externos. Isto é, o aumento de produtividade permitiria abrir novos mercados via aumento de competitividade. A rigor supõe-se também que este processo leve de fato à globalização da atividade industrial local dentro do paradigma do *global sourcing*.

A globalização da atividade produtiva suporia a superação da dicotomia mercado interno X mercado externo com especialização local em certos segmentos da cadeia de valor agregado. Por outro lado também implicaria a eliminação dos esquemas tradicionais de divisão do trabalho intersetorial do tipo centro-periferia. Em síntese, a atividade industrial instalada em qualquer país visaria sempre ao mercado global e participaria nas cadeias de valor agregado de acordo com as suas vantagens comparativas que definiriam um padrão de especialização intra-setorial.

Em relação a esse novo paradigma de crescimento há algumas ressalvas iniciais a serem postas com base na nossa experiência de desenvolvimento. Considerado o contexto histórico no qual se deu a industrialização brasileira como industrialização periférica, pode-se afirmar que a concorrência e a inovação tiveram um papel distinto na medida em que não houve, aqui, um centro autônomo de inovação tecnológica. É possível afirmar que enquanto o paradigma tecnológico manteve-se relativamente estável e se pôde gozar do benefício da sua disseminação, a estratégia de internalizar novos setores produtivos e diversificar a economia revelou-se basicamente correta, dotando nossa economia de dinamismo ímpar.

A estratégia da industrialização por substituição de importações seria passível de crítica em duas situações extremas: quando engendrou a criação de monopólios ou, noutro extremo, quando implicou a criação de um número excessivo de produtores. Em outros termos, com a tecnologia dada, tratava-se de internalizar a produção dos bens da forma mais eficiente possível. Há que se reconhecer que esta internalização nem sempre foi realizada da forma mais eficiente. Por exemplo, onde era possível ganhar capacitação tecnológica, os

avanços foram reduzidos. Houve também casos evidentes de setores nos quais foi criado um número excessivo de produtores ou monopólios. Contudo, essas são críticas não à estratégia em si mas à sua condução, pois, no geral, a industrialização por substituição de importações propiciou à economia brasileira um elevado dinamismo durante décadas.

Outro aspecto relevante diz respeito à dicotomia mercado interno X mercado externo. Dadas as dimensões iniciais da economia brasileira, as sucessivas rodadas de diversificação, ou seja, de ampliação do mercado interno que caracterizaram as várias etapas da industrialização, certamente conferiram a essa economia, dinamismo mais acentuado do que um eventual crescimento fundado na produção de algumas *commodities* para o mercado internacional. De certa maneira, em razão das dimensões continentais do país, a introversão do crescimento foi um resultado quase inevitável. De um ponto de vista empresarial isto se traduziu na maior relevância das considerações sobre a dinâmica do mercado interno vis-à-vis o mercado externo nas decisões de investimento.

Pode-se portanto estabelecer que a internalização de setores produtivos cuja produção destinou-se essencialmente ao mercado interno produziu um dinamismo maior do que o padrão alternativo fundado no mercado externo. A viabilização desse modelo teve no Estado um ator fundamental. De um lado, assumindo determinadas atividades na indústria de base e infra-estrutura as quais por razões de risco ou rentabilidade não interessavam à iniciativa privada. De outro, assegurando simultaneamente através de seus investimentos, oferta de bens essenciais e mercado para os empreendimentos privados.

### **3.1. Abertura comercial e especialização produtiva**

A velocidade da abertura comercial levada a cabo no Brasil durante os anos 90 está amplamente documentada na literatura – ver, por exemplo, Holanda (1997) e Hay (1997). Conforme assinalado por esses autores, a estrutura herdada de meados dos anos 50 foi inteiramente reformulada no início dos anos 90. Desde logo, as barreiras não-tarifárias ~~—~~ consideradas por

muitos como o principal instrumento de proteção –, foram inteiramente eliminadas. Foi abolido o Anexo C, uma lista da qual faziam parte cerca de 1.300 produtos com importação proibida em razão da produção de similar nacional. Os regimes especiais de importação foram reduzidos ao *drawback*, à Zona Franca de Manaus e ao setor de tecnologia da informação.

No que tange às tarifas, implantou-se um rápido processo de redução. Num período de aproximadamente 5 anos, entre 1990 e 1994, a proteção à indústria foi drasticamente reduzida, com a tarifa alfandegária média caindo a 1/3 da que havia prevalecido na década anterior. A estrutura tarifária almejada em 5 anos com a reforma tarifária compreendia a redução do conjunto de tarifas para uma faixa de 0% a 40% com um valor modal de 20%. A rigor o cronograma foi antecipado tendo atingido as metas propostas em termos nominais já em julho de 1993. Em termos efetivos, a proteção da indústria em 1994 já havia alcançado os patamares acordados no âmbito do Mercosul e que teoricamente deveriam ser atingidos em 2006.

Estas afirmações estão amparadas nas informações da Tabela 1, na qual se pode constatar para o período 1990/1994 uma redução da tarifa efetiva para todos os setores produtivos, sem exceção e diminuição da tarifa máxima, bem como da sua dispersão setorial. Após 1995 observa-se uma reversão parcial na abertura comercial que todavia possuiu caráter bastante concentrado e deveu-se sobretudo à instituição do Regime Automotivo, caracterizado por uma elevação significativa da proteção no setor automobilístico, especificamente para as montadoras.

Tabela 1  
Brasil: Proteção Efetiva da Indústria (%)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	2006 <sup>(1)</sup>
Média	47,9	38,8	31,5	23,3	15,4	25,2	16,0
D. Padrão	36,2	32,2	25,9	17,0	10,3	50,8	10,2
Mínimo	-2,3	-1,8	-2,1	-2,0	-1,9	-1,9	-1,7
Máximo	155,8	124,8	98,7	75,1	44,6	270,0	53,1

<sup>(1)</sup> Tarifa Externa Comum do Mercosul

Fonte: CIEF/MF e CTT/DECEX/MEFP, apud Holanda (1997).

Uma primeira constatação quanto à abertura diz respeito aos seus efeitos assimétricos. Considerada a indústria como um todo, percebe-se que a

abertura implicou uma elevação substancial do coeficiente importado e um crescimento apenas moderado do coeficiente exportado (Tabela 2). Esses dados globais já indicam importantes modificações na estrutura da indústria. Quando olhada pela ótica das cadeias produtivas, a elevação do coeficiente importado exprime seu esgarçamento ou maior especialização da produção. Já do ponto de vista dos mercados, ou destino da produção, a pouca variação do coeficiente exportado sugere a permanência da maior importância do mercado interno vis-à-vis o externo.

A direção geral da mudança foi também a de uma perda de expressão relativa das indústrias de meios de produção e de bens duráveis e a preservação dos setores produtores de bens não-duráveis e intermediários não elaborados. Ou seja, olhada a mudança pela ótica das cadeias produtivas e tomando o coeficiente importado como indicador do seu adensamento, pode-se concluir que houve uma preservação relativa da estrutura produtiva nos segmentos associados à reprodução da força de trabalho (bens de consumo não-duráveis) e parcela do capital circulante (bens intermediários não elaborados). No que diz respeito ao capital constante (bens de capital e equipamento de transporte), à outra parcela do capital circulante (intermediários elaborados) e consumo sofisticado (duráveis), a perda de adensamento é indiscutível e bastante significativa.

Do ponto de vista do coeficiente de abertura, as mudanças foram bem menos significativas. Para o conjunto da indústria, o mercado interno continuou a ser de longe o principal destino da produção. Não há a rigor uma correlação significativa entre a ampliação da abertura e o aumento da especialização (importação/produção), o que invalida, pelo menos como regra geral, o paradigma da globalização produtiva suposto pela teoria liberal, cuja implicação seria a intensificação do comércio intra-industrial.

O setor de bens de capital foi o que apresentou maior encolhimento. Com a produção total praticamente estagnada durante a década, chegou ao final da mesma com as importações equivalendo à totalidade da produção do setor. De qualquer modo foi um dos setores nos quais o coeficiente exportado mais aumentou. Fica sugerida portanto, a substituição generalizada de produção doméstica em simultâneo com a preservação de um setor de

montagem que destina uma parcela significativa da produção para a exportação.

O setor produtor de bens duráveis faz parte do conjunto de setores nos quais o coeficiente importado aumentou mais que proporcionalmente ao exportado<sup>1</sup>. Todavia dada a magnitude absoluta desses coeficientes, tudo leva a crer que houve algum tipo de especialização intra-industrial no setor. Grande parte desta última esteve circunscrita ao setor automobilístico e ao Mercosul.

Tabela 2  
Coeficientes de Penetração (Importações/Produção) e Abertura (Exportações/Produção)  
da indústria brasileira ( em %)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Var. 1990/98
coeficientes de penetração										
Bens de consumo Não-Duráveis	2,8	3,8	3,1	3,4	4,2	7,0	6,7	7,7	7,9	5,1
Bens de consumo Duráveis	8,9	12,3	10,1	11,2	12,2	17,5	19,5	26,6	29,3	20,4
Bens Intermediários elaborados	6,1	8,0	8,1	9,6	11,8	16,9	18,0	20,4	21,9	15,8
Bens Intermediários	2,7	4,6	5,3	8,6	7,1	10,0	11,5	12,5	10,5	7,8
Bens de Capital	19,8	33,3	26,8	27,2	33,2	54,0	71,5	94,0	100,3	80,5
Equipamento de Transporte	3,0	5,6	5,9	8,4	11,4	15,8	13,2	17,0	23,2	20,2
Total da Indústria	5,7	7,8	7,4	8,9	10,4	15,5	16,3	19,4	20,3	14,6
Coeficientes de abertura										
Bens de consumo Não-Duráveis	7,9	16,6	10,4	10,2	9,2	10,3	10,4	10,2	10,7	2,8
Bens de consumo Duráveis	12,7	14,9	17,7	14,8	13,2	12,4	14,3	19,8	32,7	20,0
Bens Intermediários elaborados	10,1	8,5	15,9	14,7	15,1	16,8	16,9	16,6	16,5	6,4
Bens Intermediários	7,0	14,7	10,0	10,6	11,8	12,5	10,6	10,4	10,1	3,1
Bens de Capital	7,7	15,7	13,6	13,1	14,5	15,3	18,9	22,6	24,2	16,5
Equipamento de Transporte	10,5	12,3	17,1	14,4	12,5	9,6	11,1	14,3	20,4	9,9
Total da Indústria	8,8	12,3	13,3	12,5	12,2	12,7	13,0	13,7	14,8	6,0

Fonte: IBGE, apud BNDES (1999).

O ramo produtor de material de transporte seguiu um padrão semelhante ao de duráveis embora com inserção exportadora menos significativa<sup>2</sup>. Tudo indica que nessa performance há influência significativa do setor automotivo e dos mercados regionais, com exceção da montagem de aviões pela EMBRAER. Por sua vez, nos insumos elaborados o aumento da especialização não se traduz no aumento proporcional da abertura.

(1) Atente-se para o fato de que o coeficiente exportado do setor de duráveis amplia-se substancialmente em 1998 em razão da recessão doméstica.

(2) Tal qual no caso da indústria de duráveis a ampliação do coeficiente exportado em 1998 pelo segmento de material de transporte reflete variáveis cíclicas.

Finalmente, nos bens intermediários e de consumo corrente mudaram muito pouco a especialização e a inserção. Tudo isso sugere que as modificações que ocorreram sob a égide da abertura comercial transformaram de forma expressiva a estrutura industrial brasileira. A especialização ocorreu de forma generalizada através da rarefação das cadeias produtivas em todos os segmentos sem exceção. Mais intensa na indústria de bens de capital constante e circulante e com menor significação nos setores produtores de bens correntes. Isto tudo sem a constituição de um padrão de articulação intra-setorial significativo com o exterior.

A transformação apontada acima tem várias implicações. A primeira e mais importante delas é a diminuição das relações intersetoriais dentro da economia brasileira. Na sua operação corrente e mais ainda na sua reprodução, as articulações entre os vários ramos produtivos foram atenuadas. Ou seja, o padrão de crescimento fundado no adensamento das relações interdepartamentais foi desarticulado. Adicionalmente, ao declínio da importância do mercado interno não correspondeu a ampliação do papel do mercado externo, como fica evidente pelo pequeno crescimento do coeficiente exportado.

O que foi dito acima pode ser visto de maneira mais detalhada na análise dos dados elaborados por BNDES (1999) a partir de metodologia criada pela OCDE a qual agrupa os gêneros produtivos de acordo com a intensidade de fator, discriminando os setores intensivos em: Tecnologia; Capital; Mão-de-obra; Recursos Naturais. O sentido geral da mudança fica evidente pelos dados da Tabela 3: uma perda de densidade das cadeias produtivas nos setores que usam mais intensamente tecnologia e capital e um impacto menor nos setores dependentes de mão-de-obra e recursos naturais. As mudanças na inserção externa guardam uma relação tênue com a nova especialização produtiva. Ela é significativa porém bastante localizada em apenas 1 subsetor, no setor intensivo em tecnologia, inexistente no setor de maior intensidade de capital e pouco significativa nos demais.

O que se pode concluir dos dados agregados é que a abertura provocou uma perda importante de cadeias produtivas nos setores industriais mais dinâmicos fundados no uso mais intenso de tecnologia e capital. Essa perda

por sua vez não se refletiu numa nova forma de inserção externa baseada na articulação intra-setorial. Essa constatação pode ficar mais clara através do exame dos dados mais desagregados (Tabela 3).

No setor intensivo em tecnologia o coeficiente de penetração elevou-se de forma diferenciada em 3 grupos de indústria: com maior intensidade na indústria de máquinas e equipamentos em geral, seguida do setor de veículos pesados e aviões e por fim a indústria de bens duráveis. As informações do coeficiente de abertura permitem identificar a consolidação de segmentos montadores de veículos pesados e de aviões e partes com perfil exportador. Ou seja, tudo indica que no primeiro caso houve de fato a formação de uma base exportadora a partir de uma articulação intra-industrial. No caso dos aviões o elevadíssimo coeficiente importado sugere tratar-se de uma atividade de montagem.

Na indústria intensiva em capital, a substituição de produção doméstica por importações não induziu maior inserção externa. Isto não ocorreu na indústria química, mais exigente em termos de controle de tecnologia e volumes de investimento, nem tampouco nos segmentos produtores de insumos básicos fundados na base de matérias-primas locais, com a exceção da siderurgia.

A indústria intensiva em mão-de-obra assistiu a uma elevação generalizada dos coeficientes importados com destaque para o complexo produtor de tecidos e vestuário. Os resultados em termos de coeficiente exportado foram reduzidos. Neste aspecto a melhor performance foi dos calçados apesar do coeficiente de penetração não ter se alterado.

Por fim, nos setores de maior uso de recursos naturais nos quais estão presentes os segmentos produtores de *commodities* minerais e agroindustriais, e nos quais a economia brasileira possui reconhecidas vantagens comparativas, o coeficiente de exportação ampliou-se moderadamente sem alteração substancial dos coeficientes de penetração.

Tabela 3  
Coeficientes de Penetração e Abertura por Intensidade de Fator e participação no VTÍ

	Coeficiente de Penetração			Coeficiente de Abertura			Var.Part. <sup>(1)</sup> do VTÍ <sup>(1)</sup>
	1990	1998	variação	1990	1998	variação	
Setores intensivos em Capital	9,9	24,2	14,3	7,9	11,4	3,5	-5,3
Elem. químicos não petroquímicos ou carboquímicos	56,6	93,9	37,3	25,5	31,7	6,2	41,3
Resinas, fibras e elastômeros	9,8	41,5	31,7	11,0	15,8	4,8	-4,7
Adubos, fertilizantes e corret. solo	14,9	36,6	21,7	1,8	2,0	0,2	-7,4
Produtos químicos diversos	5,1	16,2	11,1	3,5	8,7	5,2	-25,9
Refino de petróleo	2,8	13,4	10,6	4,3	2,0	-2,3	34,8
Outros produtos metalúrgicos	2,3	11,9	9,6	5,3	8,9	3,6	-25,1
Petroquímica básica e intermediária	4,5	9,9	5,4	8,2	9,9	1,7	9,3
Siderurgia	1,6	6,8	5,2	17,7	29,9	12,2	-11,2
Fundidos e forjados de aço	1,1	6,2	5,1	1,5	5,2	3,7	-32,2
Laminados plásticos	0,7	5,2	4,5	0,2	1,0	0,8	-39,8
Setores intensivos em Tecnologia	9,8	44,1	34,3	10,0	23,2	13,2	5,5
Material, aparelhos eletrônicos e de comunicação	20,4	160,7	140,3	4,9	19,3	14,4	-34,9
Máq. equip. e inst. incl. Peças e acessórios	23,7	100,8	77,1	8,4	23,6	15,2	-16,2
Equip. para produção e distribuição de energia elétrica	9,5	57,9	48,4	6,5	20,8	14,3	-41,9
Fabricação de outros veículos	22,6	69,1	46,5	24,7	71,5	46,8	-46,7
Motores e peças para veículos	8,0	34,7	26,7	18,7	34,7	16,0	-10,4
Condutores e outros mat. elétricos excl. para veículos	11,6	32,8	21,2	6,5	8,9	2,4	-7,2
Indústria da borracha	5,1	23,3	18,2	7,4	9,7	2,3	-5,9
Automóveis, utilitários, caminhões e ônibus	0,2	18,4	18,2	6,3	14,3	8,0	99,8
Tratores e maq. Rodoviárias, incl. peças e acessórios	3,0	20,0	17,0	18,1	38,1	20,0	-11,2
Ap. e equip. elétricos, incl. Eletrodom. e máq. de	3,8	14,2	10,4	9,2	23,0	13,8	-28,7
Papel, papelão e artefatos de papel	3,0	11,0	8,0	8,4	12,2	3,8	1,4
Apar. receptores de rádio e tv e equip. som	6,3	14,1	7,8	9,3	13,0	3,7	-6,0
Indústria farmacêutica	9,7	16,5	6,8	1,8	2,3	0,5	90,7
Setores intensivos em Mão-de-Obra	2,0	11,7	9,7	6,4	13,3	6,9	-21,3
Fiação e tecelagem de fibras artificiais ou sintéticas	1,8	20,2	18,6	1,9	6,0	4,1	-46,8
Benef. fiação e tecel. De fibras naturais	3,7	19,5	15,8	9,1	12,2	3,1	-31,2
Outras indústrias têxteis	1,2	13,0	11,8	7,1	13,8	6,7	-11,4
Vidro e artigos de vidro	6,0	16,3	10,3	4,7	9,2	4,5	12,5
Artigos do vestuário e acessórios	0,5	8,0	7,5	1,4	3,2	1,8	-42,4
Ind. de perfumaria, sabões e velas	1,6	6,9	5,3	1,1	2,9	1,8	53,4
Artigos de material plástico	1,2	6,4	5,2	0,9	2,6	1,7	-9,4
Calçados	0,5	4,6	4,1	24,7	56,3	31,6	-28,9
Setores intensivos em Recursos Naturais	3,4	8,1	4,7	12,7	18,8	6,1	15,3
Moagem de trigo	21,7	52,4	30,7	0,1	0,6	0,5	11,8
Metalurgia dos não-ferrosos	7,5	24,2	16,7	24,2	34,6	10,4	-28,2
Celulose e pasta mecânica	5,3	11,0	5,7	55,1	66,5	11,4	46,2
Refino de óleos vegetais e fab. de gorduras p/	1,5	6,7	5,2	7,8	5,3	-2,5	54,1
Conservas de frutas, legumes, incl. sucos e condimentos	2,3	7,1	4,8	43,8	35,2	-8,6	-26,5
Indústria da madeira	2,3	6,9	4,6	23,9	61,9	38,0	-38,1
Resfriamento e prep do leite e laticínios	2,8	6,7	3,9	0,0	0,1	0,1	53,4
Outras ind alimentares	4,0	7,8	3,8	4,4	4,4	0,0	43,5
Outros produtos de miner. Não-metálicos	2,2	5,6	3,4	5,0	8,4	3,4	-11,6
Indústria do fumo	0,1	2,2	2,1	2,2	20,8	18,6	-25,7
Peças e estr. de concreto, cimento e fibrocimento	0,1	1,6	1,5	0,7	1,2	0,5	-40,8
Fabricação de alimentos para animais	0,5	1,5	1,0	8,3	1,6	-6,7	96,6
Cimento e clínquer	0,2	0,9	0,7	0,4	0,4	0,0	67,1
Indústria de bebidas	4,5	5,1	0,6	1,4	1,4	0,0	69,8
Abate e prep. de aves	0,0	0,1	0,1	14,3	21,1	6,8	79,5
Indústria do café	0,0	0,1	0,1	13,0	16,7	3,7	9,0
Ind. Do açúcar	0,0	0,0	0,0	17,4	43,7	26,3	58,1
Abate de animais (excl. aves) e prep. de carnes	6,9	4,9	-2,0	6,3	14,5	8,2	15,2

(1) variação na participação do VTÍ, média de 1994-1995 contra média de 1989-1990  
Fonte: IBGE, apud BNDES (1999).

Ao que tudo indica portanto a abertura comercial induziu mudanças substantivas na estrutura industrial em direção a uma maior especialização. Esta compreendeu um esvaziamento das cadeias produtivas dos setores intensivos em tecnologia e capital com uma maior preservação das mesmas nos segmentos baseados em mão-de-obra e recursos naturais. Nada indica que a perda de mercado interno representado por essa especialização tenha sido, no todo e na maioria dos segmentos, compensada por ganhos de mercado externos.

As constatações anteriores podem ser qualificadas através dos dados sobre as mudanças das participações de cada segmento na produção, durante a década. O conjunto dos setores intensivos em tecnologia mantém e o dos intensivos em capital perde participação. Surpreendentemente os segmentos intensivos em mão-de-obra perdem muita participação enquanto aqueles com base em recursos naturais a ampliam (Tabela 3). **Não restam dúvidas de que as mudanças da estrutura industrial do país se fizeram na direção de ampliar a fatia dos setores intensivos em recursos naturais.**

A avaliação dos setores desagregados confirma o que foi posto acima e aduz novas informações. No setor intensivo em tecnologia os dois únicos segmentos que ganham participação são a Farmacêutica e Automóveis, Caminhões e Ônibus certamente em razão da excepcional expansão do consumo após a estabilização. A perda de importância dos setores intensivos em capital só não foi maior devido ao crescimento do segmento ligado ao Petróleo e à Química Básica. Indústrias tradicionalmente importantes e com competitividade e atualização tecnológica como a Siderurgia e Metalurgia reduziram significativamente seus pesos na produção industrial. Os segmentos intensivos em trabalho mostram uma queda da importância dos setores tradicionais de Calçados, Têxteis e Vestuário. Já no segmento intensivo em Recursos Naturais não é possível identificar nenhuma especialização dentro do setor.

O que se pode concluir em adição ao que foi inferido dos dados agregados é que a especialização da estrutura industrial brasileira em segmentos intensivos em recursos naturais só não foi maior por conta do desempenho de pouquíssimos setores intensivos em tecnologia e capital. No primeiro caso por ter se constituído uma indústria de montagem e no segundo pela relevância dos setores ligados à base de recursos naturais. Por outro lado ela foi agravada pelo declínio de um importante segmento fundado no uso intensivo de mão-de-obra.

### 3.2. Abertura comercial e inserção externa

Os efeitos das transformações na estrutura produtiva sobre a inserção externa da indústria vista pelo saldo de comércio exterior foram impressionantes. A abertura resultou numa deterioração global dessa inserção devido à queda generalizada da taxa de comércio para todos os setores industriais, sem exceção. Olhada a questão pelo ângulo da intensidade de fator, vemos que a perda ocorreu com magnitude semelhante nos vários segmentos. Isto levou a uma situação de saldo expressivamente negativo nos setores intensivos em tecnologia e capital e positivo nos segmentos que usam mais intensamente mão-de-obra e recursos naturais (Tabela 4). Ou seja, voltamos a um esquema de divisão internacional do trabalho parecido ao vigente antes de 1930, e que possui uma assimetria fundamental: distintas elasticidades-renda das importações e exportações, implicando um desequilíbrio permanente no comércio exterior.

A análise detalhada dos dados sugere a existência de outros fatores além da abertura – e que serão tratados adiante –, na explicação da deterioração do saldo até mesmo em setores nos quais o Brasil gozava de expressivas vantagens comparativas. Nos segmentos intensivos em capital era previsível o declínio da taxa de comércio nas indústrias que combinam alta intensidade de capital e tecnologia avançada, bem como a preservação do saldo, mesmo que diminuído na Siderúrgica e Petroquímica Básica que são setores nos quais a base de matérias-primas também desempenha papel importante. A perda do superávit nos demais setores ligados à metalurgia dos ferrosos só pode ser explicada por fatores cíclicos ou associado ao protecionismo nos países avançados.

Nas indústrias nas quais predomina o uso intensivo de tecnologia, preservou-se o saldo em segmentos do setor de material de transporte, com destaque para as máquinas pesadas e aviões. Todavia, esse complexo perdeu importância como gerador de saldo, principalmente no segmento de automóveis, caminhões e ônibus no qual o Brasil era um tradicional exportador para as regiões periféricas. Observa-se ainda a manutenção do superávit na indústria de máquinas elétricas devido à atividade de montagem para exportação, especialmente para o Mercosul. No setor de papel e papelão o saldo se mantém como produto da importância da base de matéria-prima e da produção de celulose e pasta mecânica.

Tabela 4  
Taxas de comércio (X/M) por setores da matriz (%)

	Taxas de comércio		
	1990	1998	Varição
<b>Setores Intensivos em Capital</b>	<b>79,8</b>	<b>47,1</b>	<b>-41,0</b>
Elem. químicos não petroquímicos ou carboquímicos	45,1	33,8	-25,1
Resinas, fibras e elastômeros	112,2	38,1	-66,1
Adbos, fertilizantes e corret. Solo	12,1	5,5	-54,8
Produtos químicos diversos	68,6	53,7	-21,7
Refino de petróleo	153,6	14,9	-90,3
Outros produtos metalúrgicos	230,4	74,8	-67,5
Petroquímica básica e intermediária	182,2	100,0	-45,1
<b>Siderurgia</b>	<b>1106,3</b>	<b>439,7</b>	<b>-60,3</b>
Fundidos e forjados de aço	136,4	83,9	-38,5
Laminados plásticos	28,6	19,2	-32,7
<b>Setores intensivos em Tecnologia</b>	<b>102,0</b>	<b>52,6</b>	<b>-48,4</b>
<b>Material, aparelhos eletrônicos e de comunicação</b>	<b>24,0</b>	<b>12,0</b>	<b>-50,0</b>
Maq. equip. e inst. incl. peças e acessórios	35,4	23,4	-33,9
Equip. para produção e distribuição de energia elétrica	68,4	35,9	-47,5
Fabricação de outros veículos	109,3	103,5	-5,3
Motores e peças para veículos	233,8	100,0	-57,2
Condutores e outros mat. elétricos excl. para veículos	56,0	27,1	-51,6
<b>Indústria da borracha</b>	<b>145,1</b>	<b>41,6</b>	<b>-71,3</b>
Automóveis, utilitários, caminhões e ônibus	3150,0	77,7	-97,5
Tratores e maq. rodoviárias, incl. peças e acessórios	603,3	190,5	-68,4
Ap. e equip. elétricos, incl. eletrodom. e máq. de escritório	242,1	162,0	-33,1
<b>Papel, papelão e artefatos de papel</b>	<b>280,0</b>	<b>110,9</b>	<b>-60,4</b>
Apar. receptores de rádio e tv e equip. som	147,6	92,2	-37,5
<b>Indústria farmacêutica</b>	<b>18,6</b>	<b>13,9</b>	<b>-24,9</b>
<b>Setores Intensivos em Mão de Obra</b>	<b>320,0</b>	<b>113,7</b>	<b>-64,5</b>
Fiação e tecelagem de fibras artificiais ou sintéticas	118,8	29,7	-75,0
Benef. fiação e tecel. de fibras naturais	245,9	62,6	-74,6
<b>Outras indústrias têxteis</b>	<b>591,7</b>	<b>106,2</b>	<b>-82,1</b>
Vidro e artigos de vidro	78,3	56,4	-27,9
Artigos do vestuário e acessórios	280,0	40,0	-85,7
Ind. de perfumaria, sabões e velas	68,8	42,0	-38,9
Artigos de material plástico	75,0	40,6	-45,8
Calçados	4940,0	1223,9	-75,2
<b>Setores Intensivos em Recursos Naturais</b>	<b>373,5</b>	<b>232,1</b>	<b>-37,9</b>
Moaagem de trigo	0,5	1,1	148,5
<b>Metalurgia dos não-ferrosos</b>	<b>322,7</b>	<b>143,0</b>	<b>-55,7</b>
Celulose e pasta mecânica	1039,6	604,5	-41,8
Refino de óleos vegetais e fab. de gorduras p/ alimentação	520,0	79,1	-84,8
Conservas de frutas, legumes, incl. sucos e condimentos	1904,3	495,8	-74,0
<b>Indústria da madeira</b>	<b>1039,1</b>	<b>897,1</b>	<b>-13,7</b>
Resfriamento e prep do leite e laticínios	0,0	1,5	n.s.
<b>Outras ind. alimentares</b>	<b>110,0</b>	<b>56,4</b>	<b>-48,7</b>
Outros produtos de miner. não metálicos	227,3	150,0	-34,0
<b>Indústria do fumo</b>	<b>2200,0</b>	<b>945,5</b>	<b>-57,0</b>
Peças e estr. de concreto, cimento e fibrocimento	700,0	75,0	-89,3
<b>Fabricação de alimentos para animais</b>	<b>1660,0</b>	<b>106,7</b>	<b>-93,6</b>
Cimento e clínquer	200,0	44,4	-77,8
<b>Indústria de bebidas</b>	<b>31,1</b>	<b>27,5</b>	<b>-11,8</b>
Abate e prep. de aves	n.s.	21100,0	n.s.
<b>Indústria do café</b>	<b>n.s.</b>	<b>16700,0</b>	<b>n.s.</b>
Ind. do açúcar	n.s.	n.s.	n.s.
Abate de animais (excl. aves) e prep. de carnes	91,3	295,9	224,1

Fonte: IBGE, apud BNDES (1999).

A perda de saldo que mais impressiona é, sem dúvida, nos setores intensivos em trabalho e especialmente aquela apresentada pelo complexo têxtil e de vestuário. A defasagem tecnológica explica apenas parte da perda. A outra parcela deve ser atribuída a equívocos na política comercial que determinou inclusive a revisão da política de abertura para o setor em 1996 através do estabelecimento de quotas de importação. O superávit foi preservado apenas num pequeno segmento dos têxteis e nos calçados. Finalmente, é surpreendente também como em algumas das indústrias com base em recursos naturais, perde-se o saldo anterior a exemplo do que ocorreu nas indústrias alimentares.

Em síntese, os dados sugerem um padrão de especialização da economia brasileira induzido pela abertura comercial caracterizada por importações de bens intensivos em tecnologia e capital e exportação de bens intensivos em trabalho e recursos naturais. Essa regressão foi acentuada por outros fatores econômicos e extra-econômicos que procuraremos apontar a seguir.

A inserção externa desequilibrada durante os anos 90 se expressa em performances distintas das exportações e importações com estas últimas apresentando taxas de crescimento que foram o dobro das primeiras. A comparação com as outras regiões do mundo dimensiona melhor essa assimetria. Do ponto de vista das exportações, o crescimento situou-se na média mundial, mas bem abaixo dos demais países em desenvolvimento. As importações cresceram o dobro da taxa mundial e sensivelmente acima dos outros grupos de países (Tabela 5).

Tabela 5  
Comércio Exterior do Brasil e Regiões do Mundo  
1990-1998 (% ao ano)

	Exportações	Importações
Mundo	6,2	6,5
Desenvolvidos	5,6	6,1
Em desenvolvimento	8,4	7,9
Ásia	10,0	8,7
América Latina	8,5	12,5
Brasil	6,3	13,4

Fonte: Banco Central do Brasil; e UNCTAD (1999).

Uma melhor caracterização do desempenho do comércio exterior brasileiro mostra, no que tange à estrutura das exportações, mudanças muito

pouco significativas. Durante a década há uma ligeira perda de participação dos produtos básicos em favor dos manufaturados. Informações adicionais da CEPAL (1999) dão conta de que esse melhor desempenho dos manufaturados deveu-se sobretudo ao setor Automotivo, compreendendo veículos leves e pesados, peças e pneumáticos.

Tabela 6  
Estrutura e crescimento das exportações

	1990		1994		1998		Crescimento Total (%)		
	Valor	(%)	Valor	(%)	Valor	(%)	1998/1990	1994/1990	1998/1994
Básicos	8.746,0	27,8	11.058,0	25,4	12.970,0	25,4	148,3	126,4	117,3
Semimanufaturados	5.108,0	16,3	6.893,0	15,8	8.111,0	15,9	158,8	134,9	117,7
Manufaturados	17.011,0	54,2	24.959,0	57,3	29.382,0	57,5	172,7	146,7	117,7
Oper. Especiais	549,0	1,7	635,0	1,5	657,0	1,3	119,7	115,7	103,5
Total	31.414,0	100,0	43.545,0	100,0	51.120,0	100,0	162,7	138,6	117,4

Fonte: DECEX, apud Cepal (1999).

Do ponto de vista dos mercados de destino das exportações brasileiras houve significativas mudanças durante a década. Pode-se perceber que houve uma troca da importância entre os mercados cujo sentido foi o de diminuir o peso dos países desenvolvidos. Em compensação ampliou-se a relevância dos países de regiões mais pobres especialmente do Mercosul e do restante da América Latina (Tabela 8).

A análise das exportações por tipo de produto realizada por CEPAL (1999) mostra que a perda de mercados nos países desenvolvidos concentra-se nos itens mais elaborados da pauta, ou seja, bens de capital e insumos elaborados. De forma simétrica é exatamente nesses produtos que amplia-se a participação das exportações em direção aos menos desenvolvidos.

Os dados sugerem portanto que a ausência de dinamismo das exportações brasileiras está ligada tanto à incapacidade de ampliar a diversificação da pauta, quanto às mudanças nos principais mercados de destino. Isto é, a venda de produtos de maior dinamismo concentrou-se em países mais pobres enquanto que para os países mais ricos destinou-se uma parcela crescente dos produtos menos dinâmicos.

A estrutura das importações, diferentemente das exportações altera-se de maneira significativa ao longo da década. Dois aspectos são marcantes, o

aumento da participação dos bens de consumo e dos bens de capital ante a estabilidade das matérias-primas e declínio do petróleo. Este último aspecto é de grande importância pois traduziu a redução sistemática dos preços durante o período. Caso esta queda não tivesse ocorrido o crescimento das importações teria sido ainda mais explosivo (Tabela 7).

Tabela 7  
Estrutura e crescimento das importações

	1990		1994		1998		Crescimento Total (%)		
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	1990-98	1990-94	1994-98
Total	20.661	100,0	33.079	100,0	57.731	100,0	179,4	60,1	74,5
Bens de consumo	3.363	16,3	7.824	23,7	14.491	25,1	330,9	132,6	85,2
Veículos automóveis, trat.	422	2,0	3.166	9,6	5.665	9,8	1.242,5	650,1	79,0
Matérias-primas	7.053	34,1	11.662	35,3	19.326	33,5	174,0	65,3	65,7
Petróleo e derivados	4.735	22,9	4.069	12,3	4.316	7,5	-8,8	-14,1	6,1
Bens de capital	5.510	26,7	12.690	38,4	19.597	33,9	255,7	130,3	54,4

Fonte: Decex, apud Cepal (1999).

No caso da origem das importações observam-se também modificações relevantes. A primeira delas é o aumento da participação dos países desenvolvidos, que segundo a CEPAL (1999) ocorreu de maneira generalizada nos diversos tipos de produto. De outra parte temos o recuo expressivo da área da OPEP por conta da redução do preço do petróleo e o surgimento de outras áreas entre os países em desenvolvimento, especialmente Mercosul e Sudeste Asiático que ocuparam esse espaço (Tabela 8).

O conjunto de informações sugere portanto a constituição, nos anos 90, de duas importantes assimetrias no comércio exterior brasileiro. As importações, que cresceram substancialmente mais rápido durante a década, originam-se crescentemente das áreas desenvolvidas. Já as exportações, com dinamismo acentuadamente menor, dirigiram-se cada vez mais para os países em desenvolvimento, especialmente para as áreas mais pobres. Nas relações comerciais com os países ricos, nossas importações concentraram-se em bens de maior conteúdo tecnológico – insumos elaborados e bens de capital – enquanto que as exportações constituem sobretudo *commodities* agrícolas ou industriais. Com os países pobres diversificamos as importações e concentramos as exportações em bens mais sofisticados, especialmente bens de capital.

Em síntese, pode-se concluir que nas relações com os países ricos regredimos para um sistema do tipo centro-periferia. Já com o restante da periferia, em especial a latino-americana, consolidamos um perfil de relacionamento comercial oposto àquele construído com o centro.

Tabela 8  
Origem e destino dos fluxos de comércio externo (%)

	Destino das Exportações		Origem das Importações	
	1990	1997	1990	1997
Estados Unidos	24,2	17,5	19,8	23,1
Eurolândia	32,6	27,4	22,2	25,9
Sudeste da Ásia	15,5	13,2	10,0	14,1
<b>Subtotal</b>	<b>72,3</b>	<b>58,1</b>	<b>52,0</b>	<b>63,1</b>
Mercosul	4,2	17,1	10,9	15,6
Am. Latina e Caribe	6,5	7,7	5,3	4,9
OPEP	5,6	4,9	22,4	6,7
Resto do Mundo	11,4	12,3	9,4	9,7
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: CEPAL (1999).

A trajetória do saldo comercial constitui uma síntese dos efeitos produzidos pelas mudanças na estrutura do comércio exterior. A rigor ele expressa as mudanças mais profundas na estrutura produtiva, resultantes da abertura comercial, como já visto na seção anterior, mas exprime também outras variáveis de natureza mais cíclica como taxas de câmbio, crescimento doméstico e crescimento internacional.

As taxas de câmbio real e efetiva são relevantes pois definem a estrutura de preços relativos com a qual a economia opera ou mais precisamente a relação entre preço de bens comercializáveis e preços de bens não-comercializáveis. Num sentido mais restrito dado o regime de ampla abertura, a taxa de câmbio influencia decisivamente a viabilidade econômica dos vários tipos de atividade produtiva. Todavia, embora seja uma variável que afeta o conjunto de preços, a taxa de câmbio tem efeito menos importante do que a abertura, pois esta última altera os preços relativos de maneira mais permanente. Ou seja, como no regime de câmbio flutuante a taxa de câmbio pode variar com mais freqüência, alterando a estrutura de preços relativos, ela será considerada como um elemento cíclico na determinação da trajetória de comércio exterior.

O crescimento ou absorção doméstica constitui-se em outra variável cíclica de relevância. Sua influência ocorre sobretudo no *quantum* importado mas, dependendo da fase do ciclo e da intensidade do crescimento, também afeta o *quantum* exportado. A evolução da economia internacional e, mais precisamente, do comércio internacional tem efeito principalmente nos preços das *commodities* e portanto nos preços das importações e exportações. No caso brasileiro, devido à composição das pautas, é sobre os preços das últimas que mais incide. Em síntese pode-se estabelecer que absorção doméstica tem implicações fortes sobre o *quantum* importado e fracas sobre o *quantum* exportado enquanto o crescimento do comércio internacional tem efeitos fortes sobre os preços das exportações e fracos sobre os preços das importações.

Na economia brasileira, durante a maior parte da década de 90, assistiu-se a uma valorização sistemática das taxas de câmbio real e efetiva: A taxa em relação ao dólar apreciou-se rapidamente em 1994 e a partir daí manteve o mesmo patamar até a desvalorização e posterior flutuação em 1999. O movimento de apreciação foi mais acentuado perante as outras moedas relevantes (taxa efetiva). Isto porque as moedas da Eurolândia e do Japão se desvalorizaram diante do dólar. As outras moedas relevantes na Ásia mantiveram-se atreladas ao dólar e portanto se desvalorizaram perante o Real na mesma proporção dessa moeda.

Tabela 9  
Índices das Taxas de Câmbio (1992 = 100)

	Real/Dólar	Efetiva
1990	79,6	78,4
1991	91,9	89,0
1992	100,0	100,0
1993	98,3	94,7
1994	85,0	83,0
1995	67,7	69,9
1996	66,0	65,3
1997	68,4	62,9
1998	72,0	65,0
1999	109,8	98,2

Fonte: Bacen, apud Indicadores DIESP (Vários números).

O primeiro efeito desse movimento da taxa de câmbio foi a mudança na direção dos fluxos de comércio entre o Brasil e as demais regiões conforme apresentado na Tabela 8. Nas regiões para as quais houve valorização do Real – EUA., Eurolândia e Sudeste da Ásia – o Brasil perdeu mercados e ampliou

suas importações. Um efeito simétrico é observado nas regiões para as quais a moeda desvalorizou-se ou permaneceu estável, Mercosul e América Latina.

A combinação de valorização cambial e ciclo de atividades interno e externo – no contexto da abertura comercial – produziu impacto significativo no saldo comercial. Este passa rapidamente de valores positivos e elevados – cerca de US\$ 12 bilhões anuais na primeira metade da década – para valores negativos – aproximadamente US\$ 6 bilhões por ano – na segunda metade. Como já foi observado, a deterioração do saldo ocorre pelo grande diferencial de crescimento entre importações e exportações. De maneira simétrica, quando o déficit diminuiu em 1999, ano marcado pela maxidesvalorização e retração do crescimento doméstico, isto resultou de uma contração maior das importações. Os dados confirmam portanto que importações e exportações têm diferentes sensibilidades ante o ciclo econômico (Tabela 10).

Tabela 10  
Ciclo econômico, Saldo comercial, Importações e Exportações ( US\$ bilhões)

	saldo	variação	importações	variação	exportações	variação	var. do PIB	var. do Com. Intern.
1990	10,8	n.d	20,6	n.d	31,4	n.d		5,1
1991	10,6	-1,9	21,0	1,9	31,6	0,6	0,3	4,2
1992	15,3	44,3	20,5	-2,4	35,8	13,3	-0,8	5,5
1993	13,3	-13,1	25,2	22,9	38,5	7,5	4,2	4,1
1994	10,5	-21,1	33,0	31,0	43,5	13,0	6,0	9,9
1995	-3,4	-132,4	49,9	51,2	46,5	6,9	4,2	9,7
1996	-5,6	64,7	53,3	6,8	47,7	2,6	2,7	6,0
1997	-6,7	19,6	59,7	12,0	53,0	11,1	3,6	9,5
1998	-6,6	-1,5	57,7	-3,4	51,1	-3,6	-0,1	4,0
1999	-1,4	-78,8	49,4	-14,4	48,0	-6,1	0,8	

Fonte: Banco Central.

As informações desagregadas confirmam o que foi dito acima. As exportações tem seu desempenho fortemente condicionado pela performance do comércio internacional. O melhor período de preços corresponde ao auge da expansão recente entre 1994 e 1997 havendo forte declínio desses últimos em 1998 e 1999 diante da desaceleração do crescimento. Em menor escala a variação do *quantum* exportado também depende da dinâmica do comércio internacional, mas está igualmente condicionada ao ritmo de aumento da

absorção que é muito forte em 1994-96, e pela apreciação cambial. Com relação a esta última note-se seu impacto no *quantum* exportado que aumenta substancialmente em 1999 como efeito da maxidesvalorização. A queda no valor exportado apesar da grande variação das quantidades em 1999 sugere que o efeito preço prevalece sobre as primeiras, o que indica uma pauta excessivamente concentrada em *commodities* e portanto muito dependente dos seus ciclos de preços.

A evolução dos preços das importações mostra um padrão de comportamento caracterizado pelo descolamento dos ciclos internos e externos. A razão para isto está na composição da pauta brasileira, concentrada em bens de maior conteúdo tecnológico e originários de países desenvolvidos. A importância de fatores cíclicos na determinação desses preços é reduzida. Ao contrário do que ocorre com os preços, as quantidades importadas mostram uma forte reação ao ciclo doméstico. O seu *quantum* dobra entre 1994 e 1996, permanecendo constante em 1997 e 1998 para declinar substancialmente na recessão de 1999. Não se deve desprezar o papel que teve nessas situações a valorização e desvalorização da taxa de câmbio, respectivamente.

Tabela 11  
Exportações e Importações ( P & Q )

	Exportação		Importação	
	Preço	Quantum	Preço	Quantum
1994	88,0	103,7	108,2	57,4
1995	100,0	97,4	110,7	84,7
1996	100,0	100,0	100,0	100,0
1997	100,7	110,2	106,2	105,5
1998	93,9	114,0	100,9	107,4
1999*	83,3	115,8	106,9	89,4

(\*) até agosto

Fonte: FUNCEX, apud MICT.

Algumas constatações realizadas acima indicam uma nova configuração na dinâmica do comércio externo brasileiro. Ou seja, o processo de transformação estrutural promovido pela abertura levou a uma mudança do peso das variáveis cíclicas na determinação da trajetória dos fluxos de comércio exterior. Desde logo, observa-se uma maior importância dos fatores cíclicos externos principalmente através dos preços e, em menor grau, das quantidades, das exportações. Nas importações, a pequena influência dos ciclos externos nos seus preços torna o ciclo doméstico o principal mecanismo de sua variação, via quantidades. Por fim cabe assinalar que no contexto acima as variações da taxa de câmbio perdem influência na determinação da trajetória das importações e exportações fazendo qualquer ajuste depender mais das quantidades. Como o ciclo externo está fora de controle, o ciclo interno torna-se a principal variável cíclica de ajuste do saldo comercial.

### **3.3. Abertura, privatização e estrutura da propriedade**

O processo de abertura comercial e financeira<sup>3</sup> da economia brasileira e a redefinição da participação do Estado através das privatizações deram ensejo a uma importante mutação na estrutura da propriedade das empresas. As razões gerais ou externas para que isto tenha ocorrido foram referenciadas no capítulo 1. A principal delas foi, sem dúvida, a grande expansão do IDE e o aumento das Fusões & Aquisições transfronteiras observado após meados dos anos 80 e que atinge os países em desenvolvimento nos anos 90.

Conforme assinalado no capítulo 1, o motivo principal para a expansão do IDE foi a financeirização da riqueza e a busca de valorização patrimonial através da compra integral de empresas ou de participações acionárias. Há, todavia, razões ligadas à esfera produtiva e da concorrência e que dizem respeito à redefinição do oligopólio global. Ou seja, o processo de reconcentração da propriedade e da cristalização de novas configurações oligopolistas com escala global tem sido também um importante definidor da forma e direção do IDE.

---

(3) A abertura comercial contribuiu para a redefinição da propriedade via acirramento da concorrência e da fragilização das empresas baseadas domesticamente, em especial as nacionais. Já a abertura financeira, conforme salientado no capítulo 2, promoveu uma mutação substantiva no tratamento ao capital estrangeiro e ao IDE.

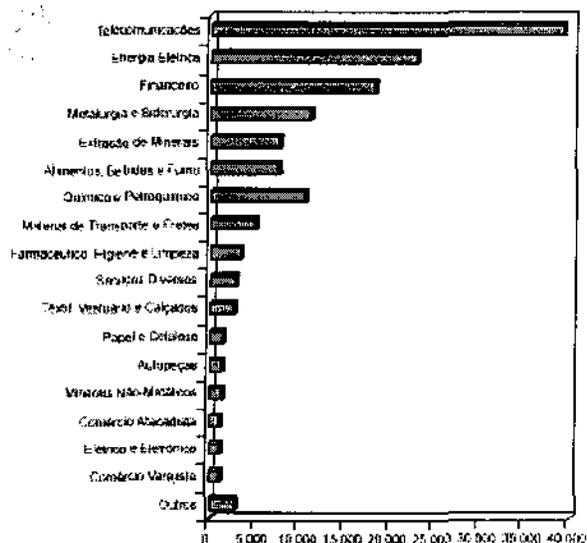
Nos anos 90, ocorre um expressivo crescimento das Fusões & Aquisições na economia brasileira. Após 1994, assiste-se a um aumento substancial das operações *transfronteiriças*, ou seja, da desnacionalização da propriedade de empresas locais, fenômeno associado à retomada do IDE. Como se pode notar pela Tabela 12, desde 1994 as F&A *transfronteiriças* superam sistematicamente as F&A domésticas.

Tabela 12  
Número de Fusões & Aquisições de empresas no Brasil

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Total	58	150	175	212	328	372	351
Domésticas	21	68	94	130	167	204	221
Transfronteiriças	37	82	81	82	161	168	130

Fonte: KPGM, apud BNDES (1999).

Gráfico 1  
Valor das transações de fusão e aquisição no Brasil entre 1992 e 1998, por setor de atividade (US\$ milhões)



Fonte: BNDES (1999).

Os setores nos quais ocorreram essas F&A foram bastante variados. Em termos de valor houve uma concentração expressiva nos serviços de utilidade pública privatizados, especialmente Telecomunicações e Energia Elétrica. O setor financeiro, como já mostrado no capítulo 2, foi objeto de uma desnacionalização significativa vindo a seguir em termos de importância.

Todavia, conforme se pode observar no Gráfico 1 de autoria de BNDES (1999), foi bastante variada a gama de setores nos quais as F&A atingiram valores significativos.

Especificados os valores das privatizações no âmbito das F&A (tabela 13), constata-se a ampla predominância das primeiras durante o período 1996-1998, época na qual se realiza a venda do setor de telecomunicações e parte do setor elétrico. No entanto, antes desse período em 1994 e 1995 quando o IDE já havia se elevado significativamente, predominaram as transações interprivadas. Dados preliminares de 1999 sugerem que esses tipos de transações voltaram a predominar.

Tabela 13  
Fusões & Aquisições e Privatizações (US\$ milhões)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
F & A	3.677,0	7.188,0	11.701,0	12.203,0	18.889,0	23.904,0	28.250,0	36.515,0
Privatizações	1.614,0	2.401,0	2.627,0	1.966,0	1.003,0	6.486,0	22.616,0	30.975,0
Privatizações (%)	43,9	33,4	22,5	16,1	5,3	27,1	80,1	84,8

Fonte: BNDES (1999).

Fica patente pela caracterização do processo de F&A que houve uma desnacionalização expressiva da economia brasileira e que não ateu-se aos limites do setor privatizado, espraiando-se por uma ampla gama de segmentos produtivos. Tomando o caso das 100 maiores empresas como ilustração do ocorrido, percebe-se que houve um substancial crescimento da importância da empresa estrangeira com um recuo expressivo do setor estatal e também da grande empresa familiar (Tabela 14). A presença dos grupos privados nacionais ampliou-se apenas nas empresas de propriedade compartilhada ou dominante, em geral ex-estatais privatizadas nas quais dividem o controle com grupos estrangeiros. É pouco provável que nesses casos detenham posições hegemônicas ou que possam resistir a uma nova onda de concentração.

Tabela 14  
Distribuição das 100 maiores empresas por tipo de propriedade

Tipo de propriedade	1990		1995		1998	
	Número	% da receita	Número	% da receita	Número	% da receita
Estrangeira	27,0	26,0	31,0	38,0	34,0	40,0
Compartilhada	5,0	4,0	15,0	11,0	23,0	19,0
Estatal	38,0	44,0	23,0	30,0	12,0	21,0
Familiar	27,0	23,0	26,0	17,0	26,0	17,0
Dispersa	1,0	0,0	3,0	2,0	4,0	3,0
Cooperativas	2,0	2,0	2,0	2,0	1,0	0,0

Fonte: BNDES (1999).

Pode-se concluir, portanto, que nos anos 90 se assistiu ao desmonte do antigo padrão de crescimento assentado no tripé empresa estatal – empresa multinacional – empresa nacional privada. A nova configuração da propriedade realça o peso da grande empresa estrangeira. Certamente a equação das decisões de investimento dessas empresas é distinta das empresas locais em razão mesmo da sua inserção global. Isto posto, trata-se de examinar em que medida essa nova configuração é capaz de dotar o capitalismo brasileiro de significativas taxas de crescimento.

### 3.4. Dinâmica do crescimento e investimento

A análise da dinâmica do investimento será realizada considerando 3 aspectos distintos, dois deles já analisados anteriormente: a estrutura de propriedade, a estrutura de mercado e a orientação da produção. Com base na experiência histórica, admite-se que do ponto de vista da propriedade a distinção essencial na determinação do investimento é entre propriedade privada e estatal. Como regra geral, no caso brasileiro, pode-se afirmar que o investimento privado guiou-se pelas expectativas de variação da demanda corrente. Dessa forma, sempre dependeu do comportamento do investimento estatal decidido de forma mais planejada e com maior autonomia diante das condições correntes.

A estrutura de mercado ou grau de oligopolização também é outro elemento decisivo na decisão de investir. No oligopólio estável com barreiras à entrada elevadas a propensão a investir é menor do que no oligopólio instável.

Finalmente o destino da produção, para mercados internos ou externos, é relevante pois nos primeiros a variabilidade da demanda é menor. Ou seja, os mercados externos, à exceção de alguns produtos nos quais predominam situações particulares, são mais instáveis do que os internos.

Um primeiro aspecto quanto ao investimento diz respeito à sua performance medíocre durante os anos 90. Mesmo comparado à década anterior, sabidamente um período de estagnação, os níveis de investimento são muito baixos. Os dados trabalhados pelo IPEA (1998) mostram que por qualquer critério de mensuração da taxa, a preços de 1980 ou a preços de 1995, ela é inferior na última década. A redução média nos anos 90 perante os 80, é de cerca de 5% do PIB, por qualquer um dos critérios. Em síntese, embora as duas taxas diverjam em termos absolutos por conta das mudanças de preços relativos e composição da FBKF, elas indicam uma queda tendencial do investimento.

Tabela 15  
Brasil: FBKF, total e por setores selecionados(% do PIB)

Setores	1971-80		1981-89		1990-94		1995-97	
	% do PIB	% do Total						
Ind. Transf.	4,5	19,1	3,2	18,0	2,0	13,4	3,3	19,3
Extr. Mineral	0,2	0,8	0,2	1,1	0,1	0,7	0,1	0,6
Petróleo	0,9	3,8	1,0	5,6	0,4	2,7	0,4	2,3
Infra-estrutura	5,4	23,0	3,7	20,8	2,3	15,4	2,2	12,9
Governos	3,1	13,2	1,5	8,4	1,9	12,7	1,7	9,9
Const. Resid.	4,8	20,4	4,7	26,4	4,1	27,5	4,1	24,0
Outros	4,7	20,0	3,5	19,7	4,1	27,5	5,3	30,1
Total	23,5	100,0	17,8	100,0	14,9	100,0	17,1	100,0

Fonte: Bielschowsky (1999).

A composição setorial da taxa de investimento na década de 90, e particularmente no período de crescimento deste último, mostra como alteração mais significativa o aumento da participação da indústria de transformação (Tabela 15). Destaca-se também o pouco dinamismo dos investimentos em infra-estrutura setor no qual houve importante mudança de estrutura de propriedade. Para Bielschowsky (1999), esses dados caracterizariam o breve ciclo de modernização dos anos 90, centrado no investimento de modernização na indústria. Esses números também explicitam o escopo reduzido da

ampliação do investimento que deixou de lado a construção civil e a infraestrutura, reforçando a tese do seu baixo poder de encadeamento.

Quanto à participação dos diversos agentes na formação da taxa de investimento, sabe-se da redução da importância do setor produtivo estatal através das privatizações e portanto da queda correspondente de seu peso na taxa de investimento. As informações sobre o gasto público convencional (Tabela 15) mostram que este se manteve nos mesmos patamares dos anos 80, o que é cerca de 50% do patamar dos anos 70.

Tabela 16  
Composição do Investimento  
(Máquinas e Equipamentos) %

	Nacional	Importado
1990	89,4	10,6
1991	78,6	21,4
1992	74,9	25,1
1993	75,5	24,5
1994	74,7	25,3
1995	68,7	31,3
1996	65,1	35,0
1997	59,7	40,3
1998	58,8	41,2
1999	60,0	40,0

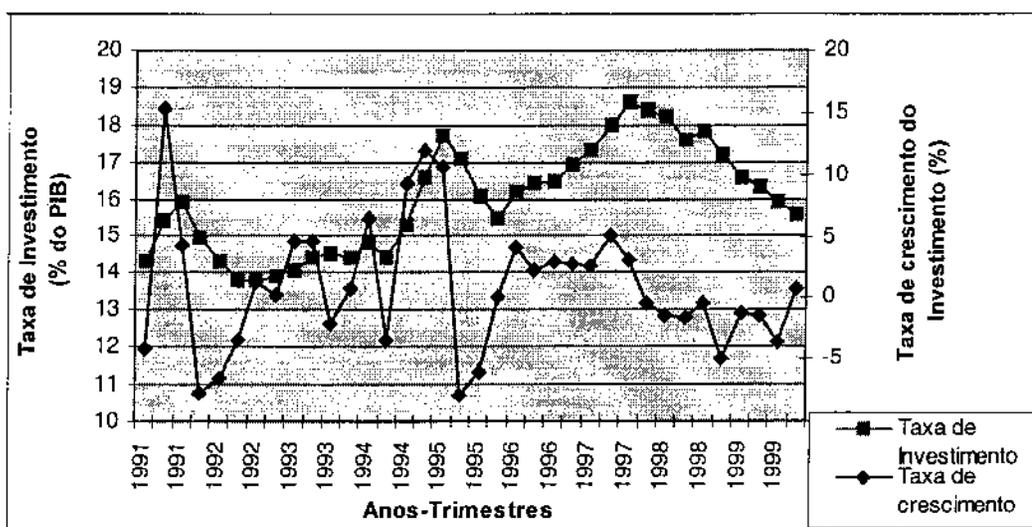
Fonte: IBGE (1997) e IPEA (1999).

A avaliação da composição por tipo de investimento mostra que a principal alteração ocorreu na distribuição entre equipamentos nacionais e importados (Tabela 16). A mudança é bastante significativa pois os preços desses últimos caíram expressivamente por conta da abertura e valorização cambial. Essa modificação fica melhor precisada quando tomamos a taxa a preços constantes que desconsidera as mudanças de preços relativos. Nela fica mais evidente o peso dos equipamentos importados. Esse aspecto, já mencionado em outros capítulos é de grande relevância pois demonstra a redução dos efeitos de encadeamento na estrutura produtiva.

Em síntese, o conjunto dos dados sobre a taxa de investimento global indica a ocorrência de dois fenômenos: uma perda de dinamismo, expressa no declínio da taxa global; uma desarticulação do ponto de vista dos macrosetores

– indústria, infra-estrutura, construção – que constitui parcialmente um reflexo do menor peso do investimento estatal. Em síntese, um menor dinamismo do investimento. Além das taxas globais de investimento mais reduzidas, este menor dinamismo estaria caracterizado por um ciclo de curta duração. Conforme se pode observar pelo Gráfico 2, durante a década de 90 o ciclo concentra-se nos anos 1995-97 nos quais a taxa global se eleva expressivamente, reduzindo-se rapidamente nos anos posteriores.

Gráfico 2  
Investimento



Fonte: IPEA. Boletim Conjuntural (Vários números).

A análise desse breve ciclo de investimento foi realizada por CNI/CEPAL (1997), sugerindo-se que ele possuiu, como característica principal, a remoção de gargalos produtivos e o aumento de produtividade – atualização tecnológica – na indústria de transformação, sem adições substanciais na capacidade produtiva. Informações adicionais de Bielschowsky (1999) dão conta de que o investimento esteve concentrado em alguns ramos industriais. Ou seja, o dinamismo entre os ramos foi bastante diferenciado, o que exprime a desarticulação ou baixa capacidade de encadeamento entre os setores. (Tabela 17)

Os setores nos quais os investimentos se expandiram acima da média estão direta ou indiretamente ligados ao consumo. O conjunto dos bens duráveis estaria constituído por Material de Transporte, com grande peso da Automobilística, e por Material Elétrico e Eletrônico composto pelas diversas

linhas de produção; linha branca, eletrônicos etc. A siderurgia constitui o setor fornecedor de insumos à montante. Nos bens de consumo correntes temos Alimentos e Farmacêutica e a Indústria de Plásticos que produz embalagens.

Tabela 17  
Composição do Investimento na Indústria (%)

	1970-1988	1995-1997
Siderurgia/Metalurgia	18,3	22,8
Material de transporte	7,8	13,4
Alimentos	10,1	11,2
Material elétrico e eletrônico	4,4	4,6
Plásticos	2,3	3,6
Farmacêutica	1,7	1,8
Subtotal	44,6	57,4
Química	16,6	10,0
Mecânica	7,4	5,1
Não Metálicos	6,1	4,0
Papel e Celulose	4,1	3,0
Têxtil	6,1	5,8
Borracha	1,2	0,9
Subtotal	41,5	28,9
Outros	13,8	13,8
Total	100,0	100,0

Fonte: Bielschowsky (1999).

Os setores com baixo dinamismo têm composição diversificada. Sobressai todavia a presença de segmentos de grande peso na produção de bens de capital (Mecânica) ou de bens intermediários para a indústria em geral (Química) e construção civil (Não-metálicos). Ou seja, são setores produtores de Máquinas ou insumos de uso generalizados cujo desempenho medíocre faz pensar no vazamento para o exterior da demanda derivada do aumento dos investimentos em outros setores.

Nos segmentos dinâmicos, um elemento comum indutor do investimento foi o crescimento do mercado interno especialmente de bens de consumo e particularmente de bens duráveis. Esta expansão derivou-se de vários fatores tais como o ganho de renda decorrente da estabilização, a expansão do crédito, a demanda reprimida e o barateamento desses bens decorrentes da abertura e do aumento do coeficiente importado.

No setor de material de transporte, especialmente na automobilística, houve razões adicionais para o dinamismo do investimento. O clima de abertura e de reformas liberalizantes permitiu atrair para o país outros produtores do oligopólio global ampliando internamente a concorrência e o investimento. Por outro lado o segmento automobilístico foi um dos poucos que conseguiram um aumento da proteção tarifária via instituição do regime automotivo. Esse aumento de proteção vigeu apenas para as montadoras mas não para a produção de partes e peças, protegendo o mercado do produto final, mas permitindo o *sourcing* das empresas.

Do ponto de vista dos mercados além da grande expansão do mercado interno já referida, houve uma perda significativa de mercados externos nos demais segmentos, embora com a preservação do superávit no segmento de máquinas pesadas. Ou seja, a perda de mercados externos constituiu fator limitante à maior expansão do investimento no conjunto do setor.

Há, portanto, várias evidências de que o aumento do investimento tenha se concentrado na indústria automobilística e mais precisamente nas montadoras possuindo pela sua menor amplitude menor poder irradiador. O já citado trabalho de Bielschowsky (1999) sugere inclusive que tenha se formado um excesso de capacidade nesse segmento, o que constituiria um obstáculo à expansão futura de novas inversões.

No setor de material elétrico e eletrônico as razões para o aumento do investimento estiveram circunscritas à grande ampliação do mercado interno. Nos seus principais subsetores a produção é dominada por grandes empresas estrangeiras constituindo um oligopólio estável, no qual houve pouca modificação na estrutura de propriedade. A abertura não afetou negativamente o setor dada a sua proteção pelos custos de transporte – elétricos – ou imperfeições de mercado como marcas, clientelas e redes de assistência. Conforme salientado por Bielschowsky (1999) os coeficientes de abertura ampliaram-se sobretudo pelo aumento da importação de partes e componentes. Observa-se aqui, portanto, o mesmo padrão anterior de ampliação de capacidade na ponta montadora, com a já referida diminuição dos efeitos de encadeamento.

A Siderurgia/Metalurgia recebeu um importante estímulo da demanda derivada por chapas de aço para produzir bens duráveis. Todavia esses efeitos

benéficos de ampliação do mercado interno foram em parte compensados pela redução do saldo comercial do setor. Outros estímulos igualmente importantes provieram das mudanças na estrutura de propriedade e de mercado. A privatização iniciou um processo de mudança de propriedade e de busca de nichos de mercado que ainda está em curso. Isto determinou um aumento da concorrência e de investimentos independentemente das condições correntes de mercado. Do ponto de vista das articulações, o setor manteve-se altamente integrado com a base de matérias-primas e a produção de semi-elaborados. Ela reduziu-se todavia na compra de equipamentos.

O setor de alimentos manteve inalterada a sua participação no investimento na indústria situando-se na fronteira dos setores dinâmicos. Esta indústria passou por grandes modificações nos anos 90. Desde logo foi o setor industrial no qual houve o maior número (a terceira em valor) de Fusões & Aquisições (Gráfico 1). Considerando que essas últimas foram transações realizadas exclusivamente dentro do setor privado pode-se ter uma idéia das mudanças ocorridas na estrutura da propriedade. O sentido geral dessa modificação foi a ampliação da atuação do oligopólio global no país através de maior presença de marcas mundiais. Os efeitos dessas mudanças sobre o investimento foram menores do que o esperado por duas razões: a rápida estabilização do oligopólio e a perda de mercados potenciais. Os ganhos de mercado decorrentes do aumento de consumo foram parcialmente anulados pelo aumento expressivo do coeficiente importado em determinados setores, especialmente aqueles não protegidos por imperfeições de mercado ou custos de transporte elevados.

Um exemplo significativo do impacto da estrutura de propriedade e de mercado sobre o investimento é o da Farmacêutica. Apesar da grande ampliação da demanda interna após a estabilização e da manutenção dos coeficientes de comércio o setor investe apenas moderadamente. Isto porque é dominado por um oligopólio estável que reproduz os principais atores do oligopólio mundial. Perante o rápido crescimento da demanda houve duas respostas: aumento moderado do investimento e acréscimo de preços.

Por fim, o setor de Plásticos, no qual houve uma ampliação expressiva dos investimentos, é constituído na sua maioria da indústria de embalagens que possui uma oferta bastante atomizada. Essa estrutura de propriedade e mercado desconcentrada induziu o expressivo aumento do investimento diante do crescimento da demanda.

A Química é um setor de grande peso na produção e investimento, mas esse último teve um declínio relativo bastante significativo na década. Dado o tamanho do setor, a explicação para esse desempenho requer que se especifiquem pelo menos 3 subsectores: o setor de química inorgânica, a petroquímica e a química fina. O primeiro segmento é produtor de bens intermediários a partir da base de matéria-prima e constitui-se em geral como um setor bastante concentrado. Isto e o pouco dinamismo das exportações respondem por um desempenho medíocre do investimento.

Na Petroquímica houve importante mudança na estrutura da propriedade através do processo de privatização. Como ressalta Bielschowsky (1999), a saída da Petrobrás do setor deixou os grupos nacionais expostos a uma intensa concorrência externa. Isso tem levado a uma desnacionalização e uma segunda rodada de concentração, dessa feita reproduzindo uma estrutura mais semelhante à do oligopólio global. Note-se que a intensidade da concorrência via abertura, a pequena expansão das exportações e a fragilidade dos grupos nacionais deu ensejo a investimentos medíocres.

Na Química Fina, que produz com maiores requerimentos de tecnologia e capital, a produção nacional foi praticamente desestruturada devido à concorrência das importações. Dadas as dimensões e importância do conjunto do setor químico na estrutura industrial, a performance medíocre do investimento é um indicador seguro da redução dos efeitos multiplicadores do gasto sobre outros setores industriais.

A perda de importância do investimento da indústria Mecânica era previsível devido à desestruturação do setor de bens de capital resultante da abertura comercial. Conforme Bielschowsky (1999), no segmento sob encomenda, a produção de Equipamento Pesado aumentou pouco devido ao baixo dinamismo do investimento em infra-estrutura. No segmento de produtos para Telecomunicações e Informática o grande aumento da abertura transformou a indústria nacional em simples montadora. No segmento de Bens

Seriados que envolve tecnologia sofisticada e escalas de produção elevadas, tradicionalmente a produção doméstica tem pouca expressão.

No caso dos Minerais Não-Metálicos do qual o Cimento é o principal ramo produtor, houve pouca mudança na estrutura da propriedade sem conduzir portanto a alteração no elevado grau de oligopolização da produção. Adicionalmente o mercado interno se expandiu pouco em face do pequeno dinamismo da construção civil. Esse crescimento ainda foi minimizado devido à concorrência das importações que num setor bastante protegido por custos de transporte elevados só foi possível pela grande valorização da taxa de câmbio.

A indústria têxtil representa um exemplo extremo da situação exposta acima. Poucas modificações na estrutura da propriedade olhada pela ótica da entrada de novos produtores, mas modificações relevantes se consideradas as saídas. A avalanche de importações provocou uma perda de mercados internos e externos determinando o encolhimento do setor na maioria de seus segmentos. O setor só esboça alguma recuperação após o estabelecimento de quotas de importação após 1995.

É possível concluir que o que foi observado para o investimento quando tomado de forma agregada ou macrosetorial vale ainda mais para os setores ou subsetores. Ou seja, uma diversidade muito grande de comportamento. Esta é sem dúvida uma prova adicional da perda da capacidade de retroalimentação do investimento por insuficiência dos efeitos de encadeamento.

O patamar do investimento em Infra-estrutura, que já era baixo no início da década quando comparado às duas décadas anteriores, declinou ainda mais ao longo dos anos 90. Dos quatro setores mais importantes o investimento cai sensivelmente em **Energia Elétrica e Saneamento**, mantém-se em **Transportes** e cresce apenas em **Telecomunicações**. Esses são setores onde a presença do Estado nas últimas décadas foi absolutamente decisiva para ampliar a oferta de serviços. Assim o seu desempenho recente só pode ser entendido no contexto da modificação do papel do Estado nos diversos segmentos.

Tabela 18  
 Brasil: FBKF em Infra-estrutura (em % do PIB)

Setores	1970/80	1981/89	1990/94	1995/97
Energia Elétrica	2,1	1,5	0,9	0,6
Telecomunicações	0,8	0,4	0,5	0,7
Transportes	2,1	1,5	0,8	0,8
Saneamento	0,5	0,2	0,2	0,1
Total	5,4	3,7	2,4	2,4

Fonte: Bielschowsky (1999).

Antes porém de discutir o novo marco institucional e suas relações com o desempenho do setor caberia fazer referência a uma característica básica da infra-estrutura. Via de regra essa atividade é caracterizada pela elevada imobilização de capital fixo – na maioria dos casos com peso decisivo da construção civil – e longo prazo de maturação dos investimentos. Importante sublinhar que, devido a essas características, os investimentos de ampliação de capacidade, além de exigirem grandes volumes de capital, estão também sujeitos a erros de estimação relativamente altos. Todavia, uma vez implantada a nova capacidade produtiva, pode-se contar com um fluxo de rendimentos bastante estável.

Do ponto de vista da construção de nova capacidade e da produção corrente, os setores de Infra-estrutura operam de forma distinta da Indústria de Transformação na qual o investimento inicial pode ser razoavelmente estimado dado o elevado peso das máquinas e equipamentos, mas o fluxo de rendimentos é bastante incerto. Dito isto, é importante ressaltar que, dos setores assinalados anteriormente, embora tenha havido modificações tecnológicas em vários deles, o único no qual a atividade produtiva aproximou-se do paradigma da indústria foi o setor de Telecomunicações.

Nas Telecomunicações houve uma revolução tecnológica a partir dos anos 80, e o investimento nacional recuperou-se a partir de 1995, tendo atingido, em 1996/97, patamares semelhantes ao dos anos 70. Ainda sob propriedade e operação da estatal Telebrás, somente é possível entender esse desempenho quando se considera a estratégia de privatização do setor. Segundo Bielschowsky (1999), além da implantação de um novo marco institucional para a operação do sistema e sua posterior privatização, o governo decidiu elevar os investimentos na sua expansão para evitar uma depreciação

no preço de venda dos ativos, e o fez elevando a margem de autofinanciamento do sistema através da recuperação tarifária.

Se considerarmos o setor nos seus vários segmentos pode-se concluir que haverá suficiente incentivo ao investimento nos próximos anos. As razões residem tanto na formação de uma estrutura oligopólica instável que tenderá a acirrar a concorrência, quanto na existência de demanda reprimida. O modelo de privatização do setor estabeleceu regras claras para evitar a formação de monopólios em áreas geográficas específicas ou especialização em serviços em áreas distintas. Assim enquanto não houver reconcentração com estabilização do oligopólio haverá uma maior disposição ao investimento.

O impacto que a elevação do investimento no setor de Telecomunicações e particularmente da Telefonia sobre a indústria nacional de Bens de Capital estará condicionado pelo resultado da privatização. Esta, na verdade, confirmou o que já era esperado, ou seja, uma predominância das operadoras estrangeiras. Como estas últimas já possuem relações privilegiadas com fornecedores de equipamento nos países onde tem forte presença, é previsível que uma parcela substantiva da demanda por equipamentos vaze para o exterior.

Um setor de grande relevância na infra-estrutura mas com comportamento simétrico ao de **Telecomunicações** é o de **Energia Elétrica**. Seus investimentos declinaram significativamente nos anos 90 representando, no triênio 1995/97, cerca de metade do que foram no início da década que por sua vez representava 1/3 dos valores dos anos 80 e metade daquele dos anos 70 (Tabela 18).

Atribui-se este desempenho a uma indefinição da nova modelagem operacional do sistema a partir da sua privatização, bem como ao atraso na definição das regras para um período de transição. Embora este argumento apresentado por Bielschowsky (1999) seja verdadeiro, deixa de considerar outro elemento igualmente importante. O setor de Energia Elétrica, nos seus três segmentos – geração, transmissão e distribuição –, principalmente nos dois primeiros, é uma atividade que exige elevados investimentos em obras físicas, constituindo por assim dizer uma atividade infra-estrutural típica. Assim, as indefinições do marco regulatório apenas potenciam as incertezas do setor que são inerentemente elevadas.

No que diz respeito ao setor de **Transportes** a taxa de investimento, embora tenha se recuperado ligeiramente, ainda está num patamar muito baixo quando comparada aos anos 70 e mesmo aos anos 80. Mesmo esta recuperação que ocorre em 1997 diante dos demais anos da década dos 90, deve ser tomada com cautela devido ao seu caráter isolado.<sup>4</sup> Atualmente, como nas demais áreas de infra-estrutura, o setor transita do modelo estatal para o privado, resultando daí importantes implicações.

No modelo prévio predominava a propriedade e gestão estatal dos ativos e o investimento tinha nos aportes fiscais uma fonte de grande relevância. Até o final dos anos 80 podia-se contar com o aporte significativo de recursos advindos de impostos vinculados, proibidos pela Constituição de 1988. A partir das reformas liberalizantes, parcela do setor passou a ser operada pelo setor privado sob o regime de concessão, embora este padrão ainda seja minoritário no conjunto do setor.

O segmento de **Transportes** é composto basicamente dos subsetores **Rodoviário, Ferroviário e Portuário**. Via de regra as adições de capacidade envolvem um elevado volume ou conteúdo de construção civil, embutindo portanto um alto grau de imprevisibilidade nos custos de investimento. Por sua vez o principal aspecto da operação do setor é a densidade de tráfego – volume de carga, veículos etc. –, que é bastante variável segundo a localização geoeconômica. Esses dois parâmetros são de grande relevância para examinar a trajetória recente do setor e suas perspectivas.

Em razão da concentração econômica, que implica também densidade de tráfego localizada, pode-se inferir que apenas uma parcela pequena do setor é privatizável, e assim mesmo na sua operação. Assim, dificilmente o investimento será aumentado sem uma ampliação dos gastos estatais, o que se torna pouco provável dada a situação das contas públicas.

A análise detalhada do setor de infra-estrutura permitiu concluir também por uma grande diversidade de seu desempenho. O trânsito de uma atividade dominada pelo Estado para o controle do setor privado tem determinado uma variedade muito grande de situações em função da natureza da atividade, da estrutura da propriedade e da concorrência. Isto tem significado uma dispersão das performances que acentua o caráter assíncrono do investimento nos vários segmentos da economia.

---

(4) De acordo com Soares (1998), o recente aumento do investimento no setor rodoviário deve ser quase integralmente creditado à ampliação do investimento estatal na duplicação de duas grandes rodovias (SP/BH e SP/Osório).

## Capítulo 4

### A estabilização da moeda: o Plano Real

O programa de estabilização posto em prática a partir de 1994 faz parte das famílias de planos que utilizam a âncora cambial como mecanismo para lograr mais rapidamente a estabilidade de preços. Ou seja, utiliza-se a fixação do valor externo da moeda como mecanismo para alcançar a estabilidade do valor interno da moeda. O primeiro é definido pela relação de equivalência ou paridade da moeda local com a moeda externa mais relevante, no caso o dólar. O segundo pela constância do poder de compra nominal da moeda doméstica ante uma canastra de bens.

A utilização de uma moeda externa de referência não repousa na livre escolha. A moeda a ser utilizada é, de maneira compulsória, aquela que constitui a substituta imediata da moeda doméstica, mormente na função de reserva de valor. No caso brasileiro e latino-americano o dólar cumpre essa função e portanto constituiu a âncora cambial dos programas de estabilização. Subjacente à construção da âncora cambial está a idéia de que parte dos preços e dos ativos locais tem cotação real ou virtual nessa moeda de referência.

O valor interno da moeda define-se pela estabilidade de seu poder de compra ante uma determinada cesta de bens. Em tese, a estabilidade supõe um valor monetário nominal invariável de uma canastra de bens representativos. A definição do conjunto de bens que expressa o valor estável da moeda não é uma questão trivial. Uma escolha possível é a de um conjunto no qual a presença de bens comercializáveis seja preponderante. Nesse caso, haveria uma equivalência entre o valor externo da moeda e seu valor interno. Dados os preços desses bens em moeda externa, uma variação do valor externo da moeda se traduziria numa variação equivalente do valor interno da moeda.

Outra opção seria a de definir um conjunto mais amplo composto de bens comercializáveis e não-comercializáveis. Nesse caso a correspondência entre a variação do valor externo e interno da moeda seria apenas parcial. Isto é, dados os preços externos, a mudança do valor externo da moeda afetaria apenas a parte do valor interno da moeda correspondente ao valor dos bens comercializáveis que teriam seus valores nominais alterados.

O que foi dito anteriormente sugere que a âncora cambial é um mecanismo de estabilização de apenas uma parte dos preços. A fixação do valor externo da moeda, supondo que este continuará constante, e a ausência de choques de preços na economia internacional têm em princípio, a prerrogativa de estabilizar o subconjunto de preços dos bens comercializáveis. Na prática, se a taxa de câmbio é utilizada como indexador, ou seja, como referência para ajuste de outros preços domésticos, o seu efeito será mais amplo, abarcando também parte dos bens não-comercializáveis.

A âncora é um mecanismo que pode em princípio estabilizar um subconjunto dos preços de uma economia qualquer. A primeira questão que surge é a de que depende a evolução dos demais preços. Se a economia está indexada pela taxa de câmbio, a âncora terá também efeito sobre o restante dos preços. A rigor, utiliza-se o câmbio como indexador exatamente porque a moeda externa constitui a referência central da economia. Como o seu valor varia, todos os demais preços também variam. Ou seja, a taxa de câmbio ou o valor externo da moeda torna-se uma referência para o valor interno da moeda na medida em que mesmo os bens não-comercializáveis têm sua variação determinada pela evolução do câmbio nominal.

As razões pelas quais a taxa de câmbio se torna o indexador principal da economia estão relacionadas à importância da moeda externa como reserva de valor. Como todos os agentes pretendem defender o valor da sua renda corrente e da riqueza, utilizam a taxa de câmbio que exprime os termos de conversão de uma moeda em outra, para atualizar seus preços e o valor de sua riqueza. Olhada a questão desse ponto de vista, a inflação, ou seja, o valor interno da moeda, seria explicado em última instância pelos fatores responsáveis pelo aumento da instabilidade da taxa de câmbio.<sup>1</sup>

---

(1) O trabalho já clássico de Belluzzo & Almeida (1999) faz uma análise do processo de instabilização da taxa de câmbio como resultado da crise da dívida durante os anos 80 e a subsequente crise monetária.

A teoria ortodoxa nega a interpretação exposta acima. Apesar de aceitar a existência da indexação pelo câmbio, vê a flutuação do valor real deste último como resultado da variação dos preços internos. Ou seja, o sentido da determinação é oposto ao explicitado na visão heterodoxa. São os desequilíbrios de financiamento do setor público que geram a perda de valor interno da moeda e exigem o reajuste de seu valor externo. Desse ponto de vista a âncora cambial é apenas um artifício para deter o processo inflacionário. Seu impacto imediato no reajuste de preços seja direto - via bens comercializáveis - ou indireto - como indexador - seria inegável, mas insuficiente. A estabilização definitiva somente seria alcançada se o processo de deterioração do valor interno da moeda fosse detido. Vejamos essas questões mais detalhadamente.

O valor externo da moeda ou a taxa de câmbio dependem essencialmente das condições de financiamento do balanço de pagamentos. Em tese, a taxa de câmbio adequada é aquela que permite o equilíbrio do balanço de pagamentos. Na prática pode haver uma taxa de câmbio que não produza o equilíbrio, mas um superávit ou mesmo um déficit, desde que financiável. Isto na verdade sugere que a relação de equivalência em termos reais da moeda doméstica com a moeda externa guarda uma independência muito grande dos processos de determinação do valor interno da moeda.

As relações do valor interno da moeda com o financiamento do setor público são vistas através de diferentes paradigmas. As teorias ortodoxas postulam sempre uma relação entre déficits e taxas de inflação. Nas versões contemporâneas, como por exemplo em Bacha (1994), é irrelevante a forma de financiamento do déficit público - por moedas ou títulos. Se o déficit é considerado excessivo, o setor privado reajusta seus preços para evitar que parcela da sua renda seja apropriada pelo setor público em razão de seu poder de emissão. Como os títulos de hoje serão a moeda de amanhã, o raciocínio se aplica também à emissão de dívida.

Pode-se admitir uma relação de dependência entre déficit ou dívida públicos e valor interno da moeda sem ter que recorrer ao paradigma monetarista. Desde logo, déficits públicos em situação de pleno emprego produzem inflação. A relação entre dívida pública e inflação é mais mediata. Ela diz respeito à solvência do Estado soberano que tem a prerrogativa de

emissão monetária. Dívidas muito elevadas ou crescendo muito rápido ou ainda com perfil ou fonte de financiamento inadequados podem desencadear crises de confiança de maior ou menor intensidade.

Uma crise de confiança moderada implica o pagamento de um maior prêmio para colocação de títulos públicos. A elevação das taxas de juros básicas da economia promove mudanças na estrutura de preços relativos, alterando o valor interno da moeda. À medida que a confiança se deteriora, surge um processo de substituição monetária, o que leva também à modificação do valor externo da moeda. Nesse estágio torna-se difícil determinar qual a fonte da instabilidade do valor da moeda.

#### **4.1. Antecedentes e pré-requisitos do Plano Real**

Do que foi exposto pode-se deduzir que uma das condições essenciais para a implementação de programas de estabilização com âncora cambial é a possibilidade de estabelecer o valor externo da moeda sem que esse seja ameaçado por choques de preços ou percalços no financiamento do balanço de pagamentos. Fica claro portanto o porquê desses programas não terem sido adotados durante os anos 80, período durante o qual o valor externo da moeda esteve sob permanente questionamento em razão das sucessivas dificuldades do balanço de pagamentos.

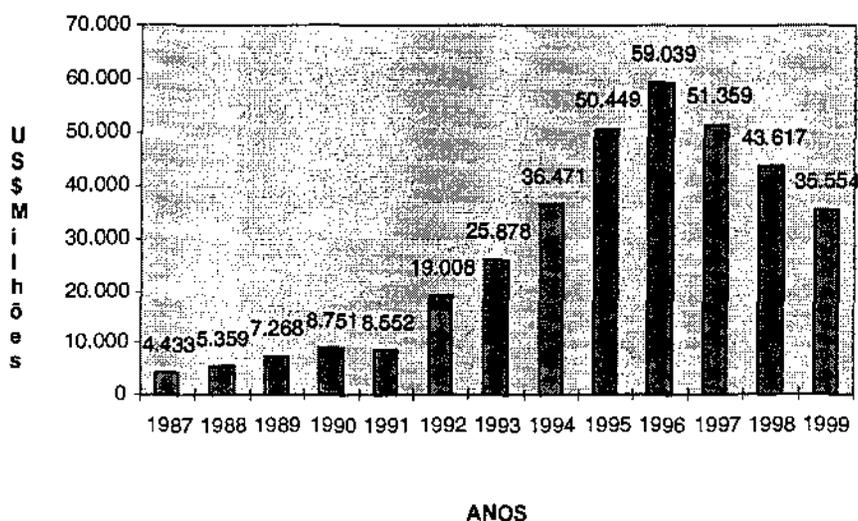
De igual maneira a ausência de crises de confiança de maior intensidade sobre a dívida pública parece ser também um requisito para deflagrar este tipo de programa de estabilização. Uma situação de baixo estoque de dívida, pequeno déficit corrente ou a combinação de ambos constitui uma garantia de não alteração dos preços relativos via aumento dos juros ou da carga tributária. Afastadas essas possibilidades e também a ameaça de substituição monetária estão criadas as condições para a estabilização.

A estabilidade fundada na âncora cambial tem portanto como pré-requisito, condições adequadas de financiamento do balanço de pagamentos e do setor público. Com estes requisitos assegurados a estabilização compreende sobretudo a definição de um mecanismo de desindexação. Cabe portanto examinar a seguir essas três dimensões da estabilidade, vale dizer as

condições que permitiram fixar e sustentar o valor externo da moeda, a natureza e alcance do equilíbrio fiscal e finalmente a instituição da URV como mecanismo de passagem para a nova moeda.

Vimos nos capítulos anteriores as mudanças operadas na inserção externa brasileira. Do ponto de vista financeiro isto, significou sobretudo a volta de financiamento externo abundante. Foi isto que permitiu superar a permanente escassez de divisas típica da década anterior e que se expressava no baixo valor das reservas internacionais e na instabilidade da taxa de câmbio. A abertura permitiu portanto ampliar consideravelmente o montante das reservas internacionais, assegurando, pelo menos num primeiro momento, a manutenção do valor externo da moeda (Gráfico 1).

Gráfico 1  
Reservas internacionais



Fonte: Banco Central do Brasil. Boletim Mensal (Vários números).

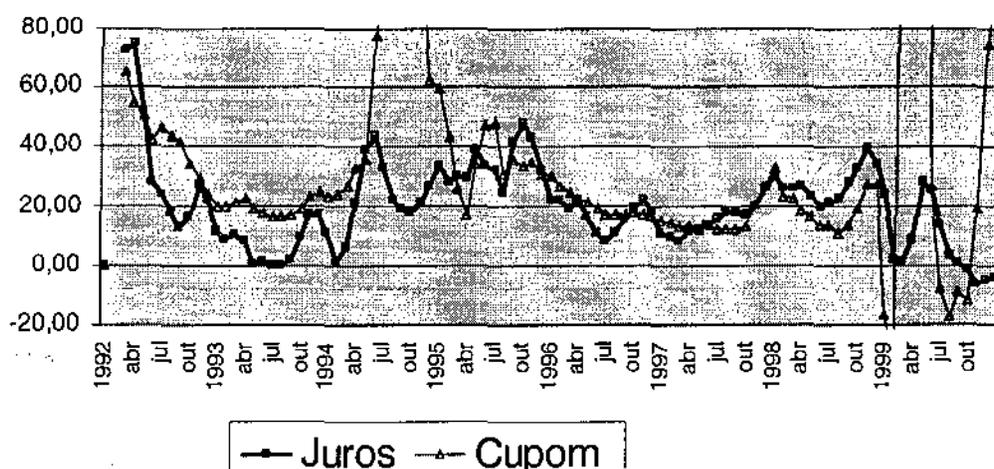
A fixação do valor externo da moeda deveria permitir a recuperação parcial das funções da moeda doméstica, especialmente a de padrão de preços. A permanente crise monetária resultante da crise da dívida havia reduzido as funções da moeda nacional praticamente à de meio de pagamento. A função de padrão de preços e mais ainda a de reserva de valor só subsistiram através da dolarização indireta.<sup>2</sup>

(2) Ver a esse respeito o citado trabalho de Belluzzo & Almeida (1999).

O pressuposto da âncora cambial era portanto a constituição de reservas internacionais elevadas que permitissem desencorajar tentativas de especulação contra a paridade estabelecida. A manutenção dessas reservas significava todavia manter elevada a atratividade da nova moeda para estimular os influxos de capitais. Dada a demora dos processos de mudança da propriedade decorrentes das privatizações, os fluxos líquidos elevados exigiam um alto diferencial de rentabilidade na nova moeda. Ou seja, altas taxas de juros na moeda doméstica.

É duvidoso que a fixação do valor externo da moeda nacional tenha permitido, desde os primeiros momentos, a recuperação da sua função de reserva de valor. Isto teria se traduzido numa queda do prêmio pago aos detentores de títulos nessa moeda, isto é, numa redução dos *spreads*. No capítulo 2 vimos que esses *spreads* só iriam se reduzir em 1996. Já os dados relativos à taxa de juros interna em dólar – portanto, incluindo risco cambial –, o cupom cambial, mostram uma elevação dessa taxa após o início do programa de estabilização e sua sustentação em patamares elevados durante longo período (Gráfico 2).

Gráfico 2  
Taxa real de juros anualizada e cupom cambial (%)



Fonte: Banco Central do Brasil. Boletim Mensal (Vários números).

A fixação da taxa de câmbio nominal permitiu todavia que a moeda nacional recuperasse a sua função de padrão de preços. Para o subconjunto dos preços de bens comercializáveis a estabilização dos preços é imediata. Estes são cotados internacionalmente e seus valores na moeda doméstica são

estabelecidos multiplicando-os pela taxa de câmbio. Como ela é fixa, os preços tornam-se estáveis, excetuando-se momentos de eventuais choques quando mudam as cotações no mercado internacional. O subconjunto dos bens não-comercializáveis possui outra trajetória. De um lado cessam os mecanismos de indexação o que detém o crescimento absoluto dos preços. Todavia como as condições de sua determinação são preponderantemente internas pode haver alteração desses preços como decorrência da mudança de preços relativos.

A rapidez com a qual a estabilidade ocorre depende portanto da mudança de preços relativos que acompanha os programas de estabilização.<sup>3</sup> Esta, por sua vez, depende essencialmente da participação dos bens comercializáveis, vis-à-vis os não-comercializáveis. Olhada a questão desse ponto de vista percebe-se que a abertura comercial constituiu outro importante instrumento de estabilização dos preços internos. De um lado aumentou a participação dos bens comercializáveis no conjunto de preços domésticos. De outro criou um limite ao reajuste interno de preços devido à concorrência potencial das importações.

A evolução da relação câmbio-salários apresentada na Tabela 1 ilustra o ponto de vista formulado acima. A variação da taxa de câmbio pode ser tomada como uma *proxy* da variação dos preços dos bens comercializáveis enquanto a variação dos salários é uma boa aproximação da evolução dos preços dos bens não-comercializáveis. Aliás a força de trabalho é o principal bem não comercializável e tem importância essencial na formação dos demais preços desse tipo de bens.

Como se pode observar a relação é fortemente declinante entre 1991 e 1995, estável no triênio 1996-98 e cresce em 1999 por força da desvalorização cambial. Em síntese, os dados não deixam dúvida sobre a alteração de preços relativos na economia brasileira desde o início da década. Sua origem está portanto na abertura comercial e é exacerbada posteriormente pela apreciação cambial e aquecimento do nível de atividades.

---

(3) A rapidez da estabilização depende também dos mecanismos de coordenação na fixação dos preços na nova moeda. Na hipótese de não mudança de preços relativos, a fixação dos preços de bens não-comercializáveis na nova moeda suporia a sua conversão pelo preço médio ou real na moeda antiga. Como veremos adiante é necessário estabelecer mecanismos que orientem os agentes na fixação desses preços permitindo sua conversão por valores mais próximos da média e evitando acertos na nova moeda.

Tabela 1  
Relação Câmbio/Salário (1992 = 100)

Anos	US\$	Efetiva
1990	85,5	84,2
1991	103,5	100,2
1992	100,0	100,0
1993	90,1	86,9
1994	70,4	68,7
1995	51,1	52,8
1996	46,6	46,2
1997	46,6	42,9
1998	46,3	41,7
1999	73,2	65,5

Fonte: Bacen e FIESP, apud Indicadores DIESP (Vários números).

A outra condição importante para realizar o programa de estabilização era o relativo equilíbrio fiscal. Do ponto de vista patrimonial a situação era excelente. A dívida líquida do setor público atingiu em 1994 o valor mais baixo da década, menos de 30% do PIB (Gráfico 6). O patamar reduzido da dívida interna deveu-se ao confisco de ativos financeiros oriundo do Plano Collor em 1990 que a diminuiu em 1991 para cerca de 15% do PIB. Já a dívida externa pública líquida mostrava-se cada vez menor por conta do acúmulo de reservas internacionais. Em princípio, nada fazia crer que a dívida e seu crescimento prospectivo pudessem ameaçar a confiança na nova moeda.

O equilíbrio corrente do setor público era algo mais complicado apesar da obtenção sistemática de elevados superávites primários nas contas públicas consolidadas (Gráfico 5). A ortodoxia apontava a existência de um desequilíbrio corrente nas contas públicas, fosse ele potencial e de médio prazo, Giambiagi (1997) ou efetivo e de curto prazo, Bacha (1994). O primeiro dizia respeito à inconsistência entre o crescimento das despesas e receitas. O segundo ao mecanismo da repressão fiscal que advinha do regime de alta inflação e que seria perdido com a estabilidade, desequilibrando as contas públicas.

O equilíbrio intertemporal das contas públicas é como postulamos anteriormente um dos sustentáculos da confiança na moeda nacional. A definição dessa consistência, do ponto de vista corrente e patrimonial é bastante complexa e problemática. Antes de mais nada ela supõe uma postura acerca do tamanho e papel do estado na economia, expresso, por exemplo, no

montante da carga tributária e na sua distribuição. Não prescinde tampouco de uma definição dos gastos prioritários, ou melhor, de uma hierarquia desses gastos.

Por outro lado, na ótica patrimonial não é possível definir abstratamente níveis de déficit e dívida ideais. Isto porque as condições de financiamento e rolagem podem modificar-se substancialmente ao longo do tempo. Concretamente, o que se pode estabelecer é que a prevalência da ordem liberal torna mais estreitos os limites para o déficit e eleva os custos de rolagem da dívida. Em última instância define um padrão mais restrito para o equilíbrio fiscal.

Em razão das considerações anteriores optamos por um exame mais pragmático e conjuntural do equilíbrio fiscal. Isto porque, conforme foi assinalado, a tese do desequilíbrio fiscal intertemporal está imbuída de uma concepção sobre tamanho e papel do estado na economia de inspiração inequivocamente liberal. Ou seja, já define previamente os limites da intervenção estatal na economia bem como a agenda de reformas necessária à consecução desses limites. Isto não significa todavia que alguns dos problemas apontados deixem de ser pertinentes. Eles apenas serão tratados no contexto do processo de estabilização e não com referência a um paradigma abstrato de intervenção estatal.

Do ponto de vista do programa de estabilização o desequilíbrio originado dela própria pela perda dos ganhos oriundos da repressão fiscal se colocava como o problema mais importante e imediato. O mecanismo da repressão fiscal resultava da prática da execução orçamentária em um regime de alta inflação. A fixação das despesas em termos nominais permitia que fossem sendo desvalorizadas ao longo do ano. Em contrapartida as receitas se mantinham por estarem pelo menos parcialmente indexadas. A inflação era desse ponto de vista um instrumento de equilíbrio das contas públicas ao preservar receitas e desvalorizar despesas.

A estabilidade da moeda traria uma perda líquida e certa para as finanças públicas que consistia nos ganhos que eram obtidos pela depreciação das despesas. Como medida preventiva para enfrentar a esperada ampliação das despesas o governo criou o Fundo Social de Emergência, posteriormente denominado de Fundo de Estabilidade Fiscal. O objetivo central do FSE era o

de criar um instrumento capaz de esterilizar os acréscimos de despesas oriundos da estabilização evitando o surgimento de déficits. O seu volume total era de 20% da receita, sendo 3/4 de receita já existente, originária das transferências automáticas (receitas vinculadas) e 1/4 de novas receitas oriundas de aumento de carga tributária. Dessa forma o FSE era essencialmente um mecanismo de desvinculação de receita e ampliação da capacidade da União para esterilizá-la.

Dadas as condições iniciais de equilíbrio fiscal e do balanço de pagamentos, iniciou-se o programa de estabilização. A primeira etapa consistiu no estabelecimento de uma regra de passagem ou de um mecanismo de coordenação para a fixação de preços na nova moeda. A experiência com os planos heterodoxos havia demonstrado a inconveniência da passagem abrupta via congelamento de preços. A dispersão dos reajustes de preços, típica do regime de alta inflação, implicava preços afastados do seu valor médio real no momento do congelamento, levando à necessidade de correções subsequentes para minimizar o desequilíbrio.

Para evitar esses problemas foi instituída a URV, mecanismo de coordenação de reajuste de preços que a rigor estimulava a completa indexação da economia. A Unidade Real de Valor se propunha a ser uma unidade de valor constante quando medida na moeda velha. Ou seja, constituía um superindexador cujo valor era alterado diariamente em função da desvalorização ou variação de preços na moeda corrente. O preço de uma mercadoria qualquer, uma vez fixado em URV, teria o seu valor mantido constante na moeda corrente pois o valor da primeira era corrigido pela variação dos preços nessa última.

Junto com a instituição da URV, o governo converteu dois preços estratégicos nessa nova unidade. O primeiro deles foi o câmbio cuja desvalorização diária passou a ser idêntica à da URV, estabelecendo na prática a equivalência entre dólar e URV. Para o conjunto dos preços dos bens comercializáveis os preços estavam fixados concomitantemente em dólar e em URV. O governo também transformou em URV os salários, utilizando para tanto a média do poder de compra dos 4 meses antecedentes. Com isso deu a todos os produtores de bens não-comercializáveis uma referência essencial para o cálculo de preço na nova unidade.

Adicionalmente o governo estabeleceu que a variação da UFIR acompanharia a da URV, na prática convertendo a sua receita à nova unidade de conta. Ao longo da vigência da URV os preços e tarifas públicos também foram rapidamente convertidos. Esse conjunto de referências na nova unidade de conta – câmbio, salários, tributos e insumos básicos -- deu ao setor privado os parâmetros necessários para o estabelecimento de preços na nova moeda.

Durante a vigência da URV, de março a junho de 1994, o governo eximiu-se de definir as regras de conversão de contratos. Ou seja, todos os contratos – a maioria deles com regras de indexação implícitas e explícitas – foram convertidos à nova unidade de conta através de livre negociação. A rigor portanto a passagem para a nova unidade de conta e posteriormente para a nova moeda não interferiu em eventuais processos de mudança de preços relativos porventura em curso na economia.

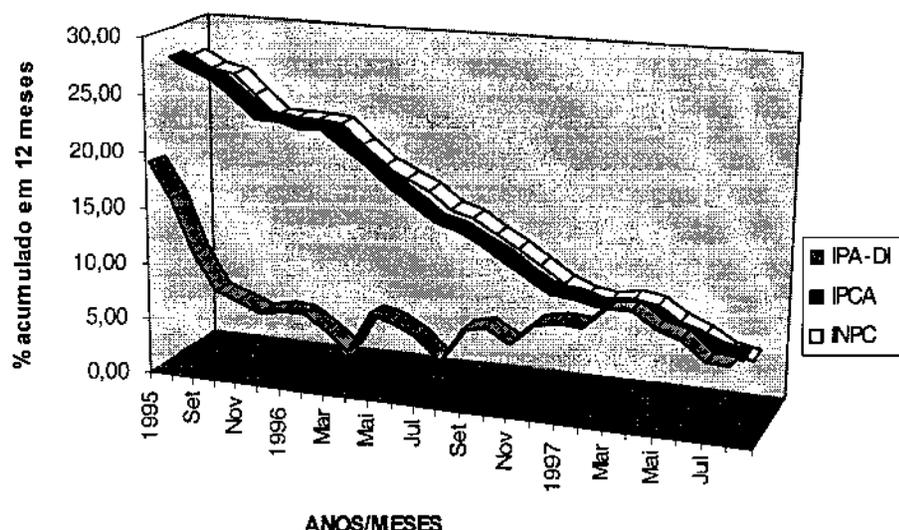
#### **4.2. Impactos imediatos do Plano Real**

Colocados os pressupostos mais gerais da estabilização, bem como seus principais instrumentos, caberia analisar os seus resultados iniciais do ponto de vista da inflação e dos preços relativos, das principais variáveis macroeconômicas (câmbio e juros) e do nível de atividades. Após a fase inicial de alinhamento de preços relativos todos os preços foram expressos obrigatoriamente em reais a partir de julho de 1994. Ficou então evidente a queda brusca da inflação na nova moeda, mas que já se evidenciara na unidade de conta (URV). Apesar disto a taxa de inflação ainda continuou expressiva durante os dois anos seguintes, caindo para um dígito anual apenas no início de 1997 (Gráfico 3).

A morosidade na queda da taxa de inflação deveu-se sobretudo ao lento declínio dos preços dos bens não-comercializáveis, pois os comercializáveis caíram muito mais rápido. Isto fica evidente no Gráfico 3 pela comparação entre o IPCA e o IPA-DI. Dado o mecanismo de alinhamento de preços estabelecido pela URV, é pouco provável que esta inflação residual tenha sido produzida por descoordenação. Ela foi produto da ancoragem cambial e da abertura que internalizou um vetor de preços externos para os bens

comercializáveis em simultâneo com o crescimento do nível de atividades que permitiu um aumento dos preços dos bens não-comercializáveis. Portanto, a mudança de preços relativos, que já vinha ocorrendo desde o início da década por conta da abertura, se acelerou na fase da URV devido ao aquecimento do nível de atividades.

Gráfico 3  
Índices de preços



Fonte: Banco Central do Brasil. Boletim Mensal (Vários números).

Uma das mudanças mais importantes do programa de estabilização foi, sem dúvida, a apreciação do câmbio. Esta valorização cambial já vinha da fase da URV. A aceleração da inflação decorrente da introdução dessa última implicava uma defasagem entre os índices de preços usados para corrigir a URV e a inflação real. Dito de outra maneira, o poder de compra de uma URV, medido por uma canastra ampla de bens, se reduziu. Como o câmbio estava colado na URV pode-se deduzir que o seu poder de compra também diminuiu, ou seja, houve uma desvalorização do dólar no período.

No mês imediatamente posterior ao plano houve uma apreciação adicional da nova moeda por conta da queda nominal da cotação do dólar. A continuidade da entrada de recursos externos e a saída momentânea do Banco Central do mercado produziram um excesso de oferta de divisas e a queda de sua cotação. O objetivo implícito dos gestores da política econômica era obter uma queda mais rápida da taxa de inflação e produzir um fato político que

pudesse ser usado pelo ex-ministro da Fazenda, na sua campanha à presidência da república.

A fixidez nominal da taxa de câmbio, uma vez alcançado o piso, significava que a taxa real se apreciaria em razão do ritmo de crescimento dos preços domésticos. Este regime cambial prevaleceu até março de 1996, quando, pressionado pela crise do México, o BC definiu um novo regime de bandas de flutuação mas que consistia na prática na indexação do câmbio à inflação corrente após uma desvalorização de 5%. Desde o início do plano até a mudança, houve uma apreciação do Real da ordem de 20% perante o dólar e 16% diante da cesta de moedas.

A determinação da magnitude da apreciação do câmbio constitui um assunto controverso. Pelo menos dois aspectos estão envolvidos: a base de comparação e os índices de preços utilizados para estimar a defasagem cambial.<sup>4</sup> Quanto à base de comparação, qualquer que seja o período utilizado, ele implicará distorções.<sup>5</sup> Dessa maneira a base escolhida estará sempre associada a um atributo que se quer enfatizar. No caso brasileiro, por exemplo, se a idéia é associar taxa de câmbio com elevados saldos comerciais durante os anos 90, o ano a escolher é 1992.

De acordo com Pastore & Pinotti (1995) na escolha dos índices para medir as variações cambiais a opção deve ser por aqueles que melhor expressem a mudança dos preços relativos, ou seja, as mudanças de preços externos vis-à-vis os preços internos. A preservação das paridades originais supõe que a taxa de câmbio seja corrigida pela diferença da variação de preços entre os dois conjuntos. Se os preços internacionais crescem mais rápido do que os internos, a taxa de câmbio tem que ser valorizada e vice-versa. Caso isto não ocorra, os preços internacionais crescem, ou decrescem

---

(4) Para Franco (1998) não haveria sentido em comparar a taxa cambial pós-estabilização com a taxa pré-estabilização. O argumento é o de que a queda abrupta da inflação definiria outra taxa de câmbio consistente com a nova realidade. Taxas de inflação elevadas exigiriam taxas de câmbio desvalorizadas para evitar fuga de capital. Ou seja, como o risco de fuga de capital era alto, se de fato a apreciação ocorresse, a fuga se realizaria, logo a taxa de câmbio teria que se manter permanentemente desvalorizada. Quando a estabilização muda o patamar inflacionário e o risco de fuga de capitais desaparece, a taxa pode se apreciar vis-à-vis a situação anterior sem criar maiores problemas no balanço de pagamentos. A argumentação fica invalidada quando se constata a rápida deterioração da conta corrente do país após a estabilização.

(5) A questão da paridade original ou do ponto de partida é uma questão que só tem solução do ponto de vista teórico. Desse ponto de vista seria viável estabelecer uma taxa de câmbio real através da comparação de duas cestas de bens idênticas produzidas em dois países distintos. (Teoria da paridade do poder de compra)

perante os preços internos tornando os bens internacionais mais caros ou mais baratos em moeda doméstica.

A questão resume-se a qual índice de preços escolher para medir as variações. A escolha de um índice de preços por atacado que inclua, por exemplo, apenas bens comercializáveis não terá a capacidade de exprimir a variação de preços relativos entre dois países ou entre vários países. Isto é, os bens representados nos dois índices constituem apenas um subconjunto dos bens produzidos em cada país. Por conseguinte, a variação dos preços internacionais reflete-se proporcionalmente nos preços internos, deixando inalterada a relação entre os preços, no caso a taxa de câmbio.

O caso oposto constitui-se da escolha de índices de preços ao consumidor nos quais supostamente haja uma presença exclusiva dos bens não-comercializáveis. Uma variação dos preços internos torna imediatamente os bens domésticos mais caros diante dos bens internacionais e vice-versa. Ou seja, modificações nos preços traduzem-se em mudanças proporcionais no poder de compra das respectivas moedas. As mudanças da taxa de câmbio visam restabelecer a estrutura de preços relativos original, corrigindo a variação de preços interna ou externa.

A comparação entre a evolução de um índice do primeiro tipo, o IPA-PI, que inclui um grande número de produtos comercializáveis, com um do segundo tipo, o INPC, no qual o peso de bens e serviços não-comercializáveis é preponderante, mostra, como esperado, uma maior valorização cambial quando medida pelo INPC. De maneira simétrica, quando da flutuação do câmbio em 1999 a desvalorização mais substancial foi a computada utilizando-se o IPA-PI como referência (Tabela 2).

Do ponto de vista dos salários a estabilidade implicou uma série de mudanças. No período de transição, durante a vigência da URV é difícil determinar o que de fato ocorreu com os salários. A conversão salarial pela média real dos 4 meses antecedentes pode ter consolidado perdas que advieram da aceleração da inflação. Os salários uma vez convertidos em URV passaram a ser ajustados na moeda velha a cada período de recebimento. Isto eliminou a perda de poder aquisitivo que ocorria entre os reajustes ao reduzir esse período para 30 dias. Por outro lado, a aceleração da inflação na vigência da URV produziu um aumento de preços não captado pelos índices. O

reconhecimento da diversidade de situações e da dificuldade de estabelecer uma regra neutra do ponto de vista distributivo, fez o governo admitir a negociação da reposição de perdas na primeira data-base após a implantação do plano.

Tabela 2  
Índices das Taxas de Câmbio (1992=100)

	Indústria (IPA-PI)		Consumidor (INPC)	
	R\$/US\$	Efetiva	R\$/US\$	Efetiva
1990	81,0	78,9	79,6	78,4
1991	102,8	99,6	91,9	89,0
1992	100,0	100,0	100,0	100,0
1993	92,7	88,6	98,3	94,7
1994	84,3	81,7	85,0	83,0
1995	79,3	80,7	67,7	69,9
1996	82,8	80,8	66,0	65,3
1997	85,3	78,4	68,4	62,9
1998	89,7	80,9	72,0	65,0
1999	123,0	109,1	109,8	98,2

Fonte: Bacen, FGV, IBGE, apud Indicadores DIESP (Vários números).

A estabilidade de preços, o aquecimento da economia e a mudança de preços relativos foram, sem dúvida, os agentes principais da mudança da taxa de salários na economia. O rendimento real deflacionado pelo INPC, ou seja, o seu poder aquisitivo medido diante de uma cesta ampla de bens aumentou 32% entre 1993 e 1998 (Tabela 3). Note-se que esse crescimento é anterior ao plano de estabilização e guarda uma aderência elevada como o ciclo de crescimento. Isto fica mais evidente quando se observam os dados de São Paulo, região de maior densidade industrial na qual os salários e rendimentos começam a aumentar em 1993 e já declinam em 1998 por conta da maior reversão da produção.

Tabela 3  
Variação do rendimento médio real (%)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Brasil	-18,0	-9,6	8,8	4,3	6,0	8,1	1,5	0,5	-5,5
S. Paulo – Ocupados	-7,2	-8,7	11,5	7,8	12,9	2,7	1,6	-4,6	-6,2
S. Paulo – Assalariados	-6,8	-3,4	10,9	4,3	4,3	4,3	3,6	-2,8	-4,6

Fonte: IBGE, SEADE, apud Indicadores DIESP (Vários números).

Outro impacto significativo do plano de estabilização foi sobre a taxa de juros de curto prazo. A abertura financeira, analisada no capítulo 2, definiu a relevância de duas taxas de juros básicas: a taxa medida em dólar (cupom cambial) e a taxa medida em real (taxa interna). A primeira define a remuneração do investidor externo, a segunda a do investidor interno. O cupom cambial ( $c$ ) resulta da taxa nominal de juros ( $r$ ) após descontada a desvalorização cambial ( $v$ ). Logo,  $c = r/v$ , donde se conclui que a remuneração do investidor estrangeiro é diretamente proporcional à taxa nominal de juros e inversamente proporcional ao ritmo de desvalorização cambial. Já a taxa real de juros interna ( $i$ ), resulta da taxa nominal ( $r$ ) depois de descontada a inflação doméstica ( $p$ ). Logo  $i = r/p$ .

Assim, o que diferencia a remuneração do investidor externo do investidor doméstico é a relação entre a taxa de inflação e a taxa de desvalorização do câmbio. Há, de fato, uma interdependência entre as duas taxas mas numa economia aberta que depende de fluxos de capitais externos a necessidade de assegurar um determinado valor para o cupom cambial constitui a restrição a ser observada em última instância na fixação da taxa interna de juros. Essa remuneração dos capitais externos em moeda doméstica, o cupom cambial, tem como piso a taxa externa que é composta da taxa básica americana + o *spread* ou risco país + a desvalorização cambial esperada.

Durante os primeiros meses da estabilização a manutenção de altas taxas de juros nominais internas serviu a um duplo propósito. De um lado, manteve as taxas reais internas num patamar elevado evitando crescimento excessivo da demanda agregada e a fuga para ativos reais. De outro, proporcionou conjuntamente com a apreciação cambial em curso um cupom cambial bem maior do que a taxa referencial externa, garantindo assim o influxo de capitais.

### **4.3. Efeitos adicionais do Plano Real**

Após março de 1995, em decorrência da crise do México, a mudança da política cambial com a introdução da indexação da taxa de câmbio à inflação,

combinou-se com a necessidade de realizar uma política doméstica restritiva, para definir patamares elevados para a taxa interna e para o cupom. Essa política durou até o primeiro trimestre de 1996, quando as condições de financiamento melhoraram rapidamente. Mesmo assim não foi possível diminuir com maior velocidade as taxas nominais internas. Isto porque a valorização prévia da taxa cambial fazia com que os investidores externos embutissem na desvalorização esperada uma taxa superior à da inflação corrente, para cobrir eventual perda decorrente da aceleração das desvalorizações. Este prêmio adicional só poderia ser coberto pela manutenção da taxa de juros nominal em patamar elevado.

Ao final de 1997 com a deterioração das condições internacionais em razão da crise asiática, as taxas de juros voltaram a subir, impulsionadas basicamente pela necessidade de garantir um cupom cambial mais alto. Este último cresceu por razões externas, ou seja, o contágio da crise asiática que determinou o crescimento do risco país e por razões internas especialmente o atraso cambial cada vez mais percebido. Assim, as taxas internas só voltam a cair após a desvalorização cambial do início de 1999 e subseqüentemente pela melhoria moderada das condições do mercado internacional após meados desse ano. A sua permanência em patamares elevados mesmo após a absorção do impacto inflacionário da desvalorização constitui a melhor evidência da importância dos limites externos à fixação dos juros internos (Gráfico 2).

O programa de estabilização permitiu a continuidade e deu impulso à recuperação da produção corrente que se havia iniciado em 1993 após 3 anos de recessão decorrentes do Plano Collor. Como foi sugerido no capítulo 3, esse crescimento da produção teve como características básicas o desempenho mais acentuado da indústria e, no âmbito desta, dos bens duráveis de consumo. Todavia esse ciclo de crescimento apesar de intenso foi breve, desacelerando em meados de 1997 e convertendo-se em declínio em 1998 e 1999.

Essa brevidade do ciclo de crescimento esteve determinada tanto por fatores estruturais como por razões decorrentes da arquitetura do plano de estabilização. As razões substantivas para que o investimento tenha se revestido de pequeno dinamismo, ligadas à abertura comercial e às

modificações na estrutura da propriedade, foram analisadas no capítulo 3. Cabe portanto explorar como os demais componentes da demanda se comportaram e como explicam o resultado modesto do crescimento.

Tabela 4  
Produção corrente da indústria por categoria de uso (1991 = 100)

Anos	Geral	Capital	Intermediários	Duráveis	Não-duráveis
1990	102,7	101,3	102,3	95,6	98,2
1991	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1992	96,3	93,1	97,6	87,0	96,2
1993	103,5	102,1	102,9	112,3	102,6
1994	111,4	121,2	109,6	129,3	104,6
1995	113,4	121,5	109,8	148,0	108,9
1996	115,2	104,3	112,9	164,5	112,7
1997	119,7	109,2	118,1	169,3	113,5
1998	117,4	107,1	117,3	137,0	112,3
1999	116,6	97,9	119,6	123,9	110,6
Taxa de cresc.	2,4	0,6	2,5	9,4	2,3

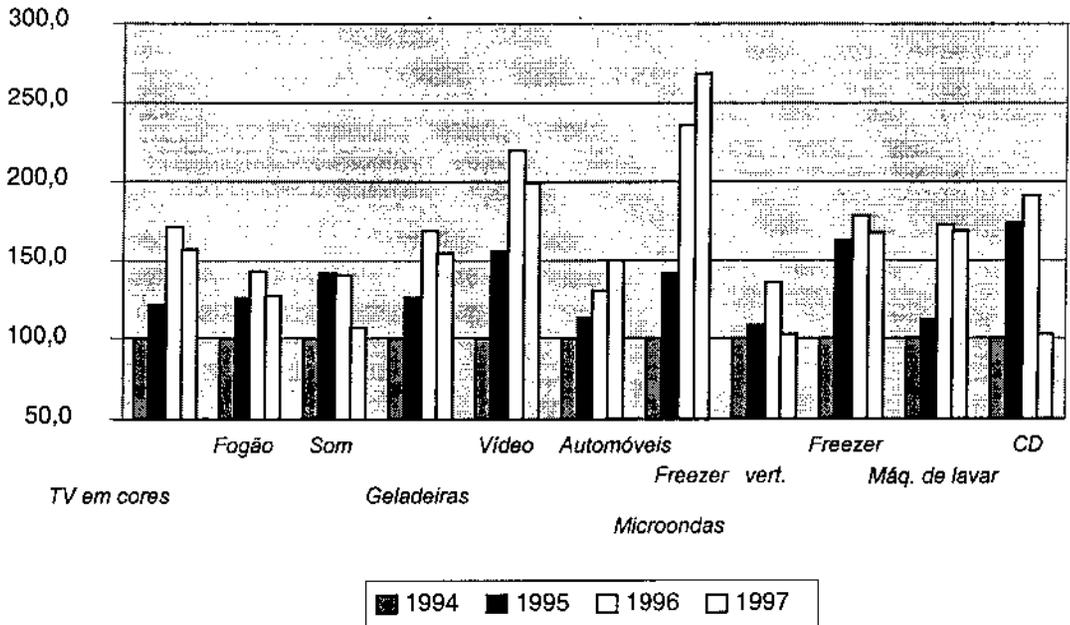
Fonte: IBGE.

Um dos aspectos mais relevantes do plano foi sem dúvida o seu impacto no aumento do consumo. Esse acréscimo do consumo ocorreu em todos os tipos de bens mas foi particularmente grande nos bens duráveis e mais ainda naqueles de maior valor unitário (Gráfico 4). Isto decorreu de dois fatores distintos mas interdependentes: do acréscimo do salário médio e da massa salarial e da grande expansão do crédito pessoal.

A combinação de regras de conversão salarial relativamente neutras e com possibilidade de reposição das perdas na data-base, o rápido declínio da inflação e o aquecimento do nível de atividades permitiram o crescimento simultâneo do rendimento médio e dos níveis de ocupação e portanto da massa de rendimentos.<sup>6</sup> Todavia mesmo o expressivo aumento de 40% dessa renda entre 1993 e 1996 não dá conta da explosão do consumo observada no mesmo período. Este só se explica pela maior propensão ao endividamento das famílias que resultou tanto da estabilidade que possibilitou calcular o valor dos compromissos financeiros, quanto do crescimento da renda e da ocupação e portanto da confiança em assumir esses encargos.

(6) Conforme assinalado por Baltar & Mattoso (1997) o nível de ocupação global aumenta a despeito da queda significativa do emprego formal, sobretudo na indústria de transformação.

Gráfico 4  
Índice do consumo de bens duráveis  
(1994 = 100)



Fonte: Banco Central do Brasil. Boletim Mensal (Vários números).

O aumento do crédito, sobretudo crédito pessoal dirigido ao financiamento dos bens duráveis, foi produto também da mudança das estratégias bancárias. A perda da fonte de lucro oriunda da gestão da moeda indexada – *floating* e arbitragem de taxas – levou os bancos a apostarem no crédito como nova origem dos lucros. Desta forma o crescimento da demanda e a disposição em ampliar a oferta fizeram o crédito aumentar a taxas elevadíssimas apesar das também elevadas taxas de juros e de todas as medidas restritivas. Estas consistiram na elevação do compulsório sobre depósitos à vista e a prazo a níveis inusitados.<sup>7</sup>

Parte da restrição à ampliação do crédito por supressão do multiplicador bancário foi contornada pelo aumento do *funding* externo dos bancos conforme mostrado no capítulo 2. Mecanismos informais de fuga do compulsório também foram criados pelos bancos. De todo modo, embora as restrições não tenham impedido o aumento do crédito elas o encareceram substancialmente. Esta foi aliás uma importante restrição à continuidade da expansão, que aparece no crescente índice de inadimplência e no conseqüente racionamento do crédito por parte dos bancos.<sup>8</sup>

(7) Ver a esse propósito Freitas (1998).

(8) A combinação de perda de fontes de lucratividade somada aos níveis crescentes de inadimplência levaram à quebra de importantes bancos nacionais. A disseminação de uma crise bancária de maiores proporções somente foi evitada pelo BC às custas da desnacionalização de parcela do setor bancário nacional conforme mostrado no capítulo 2 e do socorro aos bancos em dificuldades através do PROER e do PROES.

Tabela 5  
Indicadores do Crédito (% do PIB)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Bancos	27,2	27,7	25,6	23,9	20,6	19,8
Privados	8,6	9,8	8,1	7,8	7,3	6,6
Públicos	18,6	17,9	17,5	16,1	13,3	13,2
Não-Bancos	3,7	2,6	2,2	2,7	2,9	3,9
Total	30,9	30,3	27,8	26,6	23,5	23,7
Inadimplência <sup>(1)</sup>	n.d	2,8	9,2	6,5	6,9	9,5

<sup>(1)</sup> porcentagem dos créditos em atraso e liquidação sobre o total do crédito

Fonte: Bacen. Evolução do sistema financeiro nacional (1998).

Um dos resultados mais impressionantes da estabilização foi a sua contribuição para a mudança do saldo da balança comercial. Como ficou evidente no capítulo 3, a perda do saldo só pode ser entendida no contexto da abertura e das mudanças que induziu na estrutura produtiva. Nesse contexto maior, todavia, é inquestionável a importância da valorização cambial e do crescimento da absorção doméstica na formação do déficit.

Uma implicação imediata da inversão de sinal da balança comercial foi a perda de uma importante fonte de demanda agregada. Pela análise realizada no capítulo 3 ficou sugerido que esta perda é permanente dada a nova inserção externa da economia brasileira. Concluiu-se também que do ponto de vista cíclico o principal mecanismo de ajuste do déficit é o nível de absorção doméstico. Isto é, a magnitude do déficit comercial responde muito mais a variações no nível de atividades do que na taxa de câmbio. Isto posto, cabe examinar os efeitos da estabilização e do crescimento e apreciação cambial que lhe estão associados sobre o restante da balança de transações reais.

Com a perda do superávit comercial em 1995, todas as contas que compõem a balança de transações correntes tornam-se negativas – à exceção das transferências unilaterais – fazendo crescer rapidamente o déficit em transações correntes para valores próximos de 5% do PIB. Essa deterioração do balanço de transações correntes deveu-se principalmente à piora substantiva do saldo de transações reais que passa de valores positivos no triênio 1992-1994 para valores fortemente negativos após 1995.

Este desempenho como foi assinalado decorreu da piora da balança de mercadorias mas também da ampliação do saldo negativo dos serviços, especialmente os serviços produtivos ou de não-fatores. O item mais

importante nessa conta é o de viagens internacionais cujas despesas aumentaram desmesuradamente após o Plano Real por efeito do crescimento mas sobretudo devido à apreciação cambial.

Do ponto de vista da composição do déficit em transações correntes identificam-se 3 períodos distintos. Nos anos 1992-94 o saldo de transações reais somado às transferências unilaterais praticamente cobrem a conta de renda de capitais. Em 1995-97 o balanço de transações reais é fortemente negativo e supera o de renda de capitais, acarretando um déficit em transações correntes que se expande muito rápido. A insustentabilidade da situação anterior leva à desaceleração do nível de atividades em 1998 secundada pela maxidesvalorização do câmbio em 1999. Esse ajuste reduz o déficit em transações reais em 50% mas não faz a situação retornar ao padrão pré-estabilização no qual o saldo da balança financiava a totalidade do déficit dos serviços produtivos e uma grande parcela das rendas de capitais.

Tabela 6  
Balanço de Transações Correntes (US\$ bilhões)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Balança Comercial	15,2	13,3	10,5	-3,3	-5,5	-6,8	-6,6	-1,2
Serviços Reais	-3,6	5,5	-5,9	-7,8	-8,9	-10,3	-9,7	-6,0
Saldo de Trans. Reais	-7,7	-10,1	-8,8	-10,7	-11,5	-16,0	-19,1	-19,2
Transf. Unilaterais	2,2	1,7	2,6	3,9	2,9	2,2	1,8	2,0
Déf. Trans. Correntes	6,1	-0,5	-1,7	-18,0	-23,1	-30,8	-33,6	-24,4
Memo: (% do PIB)	n.d	0,0	0,3	2,6	3,0	3,8	4,3	4,4

Fonte: Banco Central.

A fragilização da conta-corrente externa, resultante da estabilização combinada com a abertura comercial fica evidente pelos dados apresentados acima. Há que chamar a atenção todavia para um aspecto adicional e que se refere aos limites da política de ajustamento. A política econômica doméstica não tem controle sobre a parcela do D.T.C. referente à renda de capitais que aliás ampliou-se substancialmente como resultado do aumento do Passivo Externo Líquido. Para limitar o montante do déficit a valores financiáveis a gestão econômica trabalha – nos marcos da liberalização comercial – com a regulação do nível de atividades e da taxa de câmbio. Desse ponto de vista os resultados obtidos após 2 anos de crescimento nulo e de 1 ano de

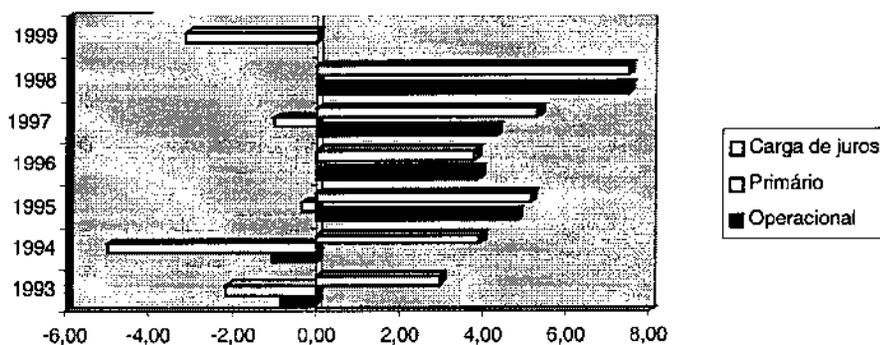
maxidesvalorização do câmbio são bastante modestos e sugerem o ressurgimento de uma restrição externa ao crescimento.

Os efeitos deletérios da estabilização sobre as contas públicas foram ainda mais significativos, tanto do ponto de vista corrente quanto patrimonial. Examinemos o primeiro aspecto através do comportamento das contas fiscais. Os indicadores de déficit (Gráfico 5) mostram que o país deixa uma situação de relativo equilíbrio fiscal com expressivos superávites operacionais em 1993 e 1994 para uma trajetória de desequilíbrio caracterizada por déficits operacionais crescentes até 1998, quando se inicia o programa de ajuste fiscal do governo.

A análise da composição desses déficits mostra inequivocamente que estes se deveram a uma carga de juros crescente que chegou a patamares inusitados em 1998 e 1999. Em contrapartida o balanço primário manteve-se basicamente equilibrado no mesmo período, não tendo portanto nenhuma responsabilidade na formação do déficit. Pode-se concluir portanto que o déficit teve origem puramente financeira, ou seja, resultou diretamente da manutenção da taxa de juros elevada que foi uma peça essencial da abertura financeira e da estabilização.

Essa carga de juros elevadíssima resultou de uma taxa de juros permanentemente alta que incidiu sobre uma dívida pública crescente originada de dois processos financeiros: da política de acúmulo de reservas e sua correspondente esterilização e da revalidação de antigas dívidas públicas formadas nos anos 80, os chamados "esqueletos".

Gráfico 5  
Déficit público



Fonte: Banco Central do Brasil. Boletim Mensal (Vários números)

A política de esterilização implicou a emissão de dívida interna para enxugar a liquidez oriunda do superávit da conta de capital bastante superior às necessidades de financiamento corrente do Balanço de Pagamentos que redundou no crescimento das reservas. O acúmulo de reservas foi uma estratégia deliberada para realizar a estabilização com âncora cambial. A sua esterilização era essencial para evitar uma queda da taxa de juros ou uma apreciação excessiva do câmbio que terminariam por inviabilizar a entrada de capitais. Essa política teve todavia um custo muito alto expresso no chamado déficit *quasi-fiscal* formado pela diferença de remuneração entre a dívida interna e as reservas internacionais.

Visto de outro ângulo, o problema pode ser assim expresso. A emissão inicial de dívida pública para esterilizar o acréscimo de reservas não representa inicialmente aumento da dívida líquida do setor público pois o acréscimo da primeira se dá por aumento de haveres externos. A disparidade entre a taxa de juros que remunera as reservas e a dívida interna faz com que essa última cresça mais rapidamente. Ao final de alguns anos o estoque de dívida pública não guarda mais relação com o montante de reservas.

Outro mecanismo importante de ampliação da dívida pública e por conseqüência da carga de juros sobre ela incidente foi o reconhecimento de vários tipos de passivos governamentais, muitos deles negociados com grande deságio no mercado. Esse reconhecimento determinou a recuperação do valor de face desses passivos e a troca desses títulos ou obrigações por títulos da dívida pública mobiliária. O trabalho de Rêgo Filho, Lima & Pereira (1999) estima que esse processo representou um acréscimo de aproximadamente 4,3% do PIB sobre a dívida líquida do setor público.

Estabelecida a natureza dos desequilíbrios das finanças públicas e o papel exclusivo da carga de juros na formação do déficit operacional torna-se importante discutir por que a política econômica ortodoxa, de acordo com o seu ideário, não foi capaz de criar mecanismos compensatórios a esse desequilíbrio através, por exemplo, do aumento do superávit primário e a conseqüente esterilização de gastos públicos utilizando-os no pagamento dos juros. A questão é relevante na medida em que após a estabilização

desapareceu o superávit primário expressivo característico dos primeiros anos da década.

A análise da deterioração das contas públicas do ponto de vista do resultado primário supõe que se examinem em separado as várias instâncias do governo devido às diferenças nas origens de receitas e decisões de gasto. Desse ponto de vista a primeira informação relevante é que entre 1994 e 1998 o Governo Central foi responsável por cerca de 50% do declínio do superávit primário, repartindo-se o restante entre Estados e Municípios e Estatais. Dado que as empresas estão em processo de privatização ou extinção, examinemos em detalhe as duas esferas de governo.

Nas contas do Governo Central, os impactos da estabilização entre 1994 e 1998 não se restringiram à redução do superávit primário em 2,7% do PIB, pois no mesmo período a receita total aumentou em 1,5% do PIB. Isto quer dizer que as despesas se ampliaram em cerca de 4,2% do PIB ou 20% da arrecadação, o que é um número bastante significativo e dificilmente atribuível à repressão fiscal.

Há várias contas responsáveis por esse resultado mas os destaques são para os aumentos em: Outras Despesas Correntes e de capital (1,5% do PIB) e Benefícios Previdenciários (1,1% do PIB). A primeira conta representa a parcela livre dos gastos do governo e que não está sujeita a vinculações. Isto sugere que o mecanismo do Fundo Social de Emergência, aprovado pelo governo antes da estabilização e que lhe deu maior margem de manobra na decisão de alocação da despesa, não tenha sido utilizado para esterilizar gastos mas para ampliá-los de acordo com a sua política de alianças.

Nos Benefícios Previdenciários estão incluídos apenas os gastos com a previdência privada. Estes ampliaram-se de forma importante no período, principalmente pelas aposentadorias proporcionais visando assegurar direitos adquiridos ante a perspectiva de modificações no regime que acabaram se confirmando. É importante todavia frisar que o déficit que aparece após 1995 deve-se sobretudo à estagnação das receitas por conta da maior informalização do mercado de trabalho e da ampliação do desemprego.

Tabela 7  
NFSP – Conceito Nominal 1994-1999 (% do PIB)

Discriminação	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Governo Central</b>						
Receita Total	18,9	18,3	17,5	18,5	20,4	20,9
Tesouro	13,9	13,3	12,3	13,4	15,3	16,0
INSS	5,0	5,0	5,2	5,1	5,2	4,9
(-) Transferências a Estados e Municípios	2,6	2,8	2,7	2,8	3,0	3,2
Receita Líquida	16,4	15,5	14,8	15,7	17,4	17,8
<b>Despesas Não-Financeiras</b>	14,0	14,8	14,6	15,5	16,7	15,6
Pessoal	5,1	5,6	5,3	4,8	5,1	4,9
Benefícios Previdenciários	4,9	5,0	5,3	5,4	6,0	5,8
Outras Vinculações	0,7	0,8	0,7	0,9	1,0	0,8
<b>Outras Despesas Correntes e de Capital</b>	3,3	3,4	3,3	4,4	4,7	4,1
Discrepância Estatística	-0,8	0,1	-0,2	0,5	0,1	0,1
<b>Superávit Primário</b>	3,3	0,5	0,4	-0,3	0,6	2,1
<b>Estados e Municípios</b>						
Superávit Primário	0,8	-0,2	-0,5	-0,7	-0,2	n.d
<b>Empresas Estatais</b>						
Superávit Primário	1,2	-0,1	0,1	0,1	-0,4	n.d
<b>Setor Público Consolidado</b>						
Superávit Primário	5,2	0,3	-0,1	-1,0	0,0	n.d

Fonte: Ministério da Fazenda apud BNDES (1999).

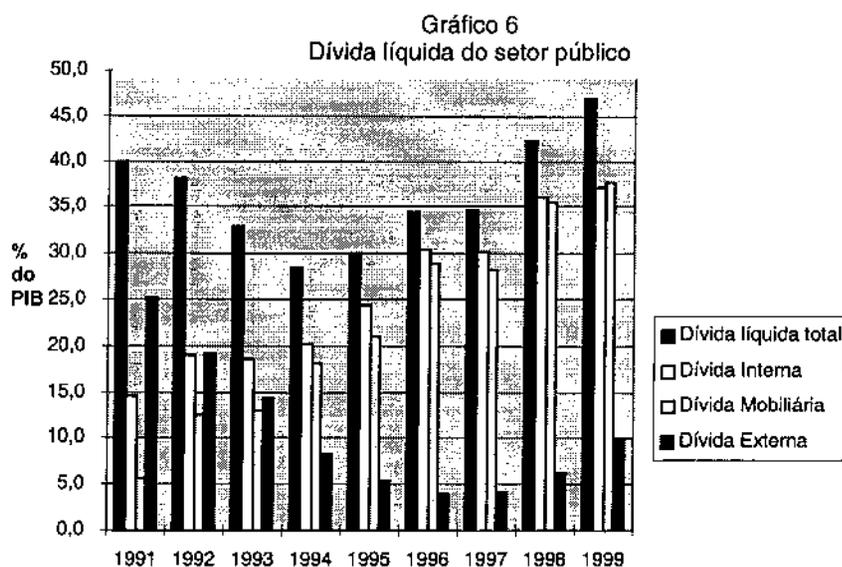
A previdência pública constitui outro aspecto do problema. Nas contas do Governo Central, os gastos com pessoal chegam a se reduzir levemente no período. Ou seja, o crescimento da folha com inativos é compensada com a queda com ativos. Isto certamente reflete também o processo de antecipação de aposentadorias para garantir direitos que foi ainda mais intensa no setor público e que determinou uma realocação com os gastos de pessoal. É importante frisar que a previdência pública, como parte dos gastos com pessoal, não teve nenhuma participação na redução do superávit primário.

Como foi dito uma parcela relevante da queda do superávit primário deveu-se às esferas subnacionais de governo. Apesar das transferências para Estados e Municípios terem crescido 0,5% do PIB entre 1994 e 1998 o superávit primário declinou 1% no mesmo período. Além dos aumentos das despesas por conta da perda do mecanismo da repressão fiscal, a deterioração das finanças dessas entidades explica-se sobretudo pela perda de receitas próprias em função da Guerra Fiscal. Ilustra a afirmativa o fato das receitas

totais de ICMS estarem estagnadas em termos nominais, portanto declinantes em termos reais, desde 1995.

Por fim é importante ressaltar a rapidez pela qual o Governo Central realiza o ajuste fiscal em 1999 voltando a obter um superávit primário expressivo. Este é resultado principalmente do corte de despesas (2/3) com algum aumento de receita, principalmente das extraordinárias. Nas despesas a distribuição é eqüitativa entre gastos sociais (Pessoal e Benefícios) e os gastos livres do governo. Isto atesta que do ponto de vista corrente o FSE funcionou como mecanismo de devolução de autonomia ao Governo Central. Resta saber se o ajuste corrente é suficiente para enfrentar os desequilíbrios patrimoniais engendrados pelo Real.

O conjunto dos efeitos da estabilização combinado com o contexto de liberalização comercial e financeira tiveram impactos significativos sobre a situação patrimonial da economia em especial sobre os estoques de dívidas interna e externa. A trajetória dessas duas variáveis é de extrema importância pois nelas repousa em última instância a estabilidade da moeda, vale dizer, a estabilidade do valor interno e externo da moeda.



Fonte: Banco Central do Brasil. Boletim Mensal (Vários números).

A dívida pública interna mostra uma trajetória explosiva após o Plano Real (Gráfico 6). Seu crescimento de 20 pontos percentuais do PIB em apenas 5 anos não tem paralelo na história econômica do Brasil contemporâneo. Há dois momentos distintos na expansão dessa dívida. De 1994 a 1997 cresce a dívida interna e cai a externa, ou seja, a acumulação de reservas além de

implicar crescimento da primeira conforme explicado anteriormente, também faz cair a dívida pública externa líquida. Após 1998 a perda contínua de reservas e posteriormente o endividamento junto às instituições multilaterais faz crescer também a dívida externa.

#### **4.4. Estabilidade *versus* crescimento**

Dado que o valor interno da moeda repousa em última instância na solvência do Estado, a pergunta que se coloca é a das possibilidades de estabilizar o crescimento da dívida líquida do setor público, especificamente da relação DLSP/PIB em torno de 50%. Do ponto de vista patrimonial não há mais possibilidade de utilizar as privatizações, pois resta apenas uma parte do setor elétrico a privatizar, cujo valor situa-se em torno de 1,5% do PIB. Aliás o valor líquido aportado pelas privatizações de cerca de 4% do PIB foi inferior ao incremento da dívida pública decorrente do reconhecimento de passivos, cerca de 4,5% do PIB segundo Rêgo Filho, Lima & Pereira (1999).

O mecanismo de desvalorização da dívida pela inflação deve ser descartado, pois só opera com aceleração permanente da mesma o que já representa o questionamento do valor interno da moeda. Assim, em condições de estabilidade dado o estoque de dívida, o seu crescimento vai depender de 3 fatores: da taxa de juros real, do crescimento do PIB e do superávit primário. Como vimos, no regime de abertura financeira a taxa de juros é determinada externamente e seu patamar mesmo em momentos favoráveis tem sido elevado, em torno de 11% ao ano, em dólar, para os bônus soberanos. O estoque da dívida também é dado e situava-se por volta de 48% do PIB em dezembro de 1999.

Dados esses parâmetros um exercício numérico esclarece as restrições reais para estabilizar a dívida. A cada ano a dívida aumenta 5% do PIB, valor que terá de ser zerado para evitar o crescimento da relação dívida/PIB. Dado o valor inicial desta última (48%) cada ponto percentual de crescimento do PIB admite o aumento de meio ponto percentual da dívida. O restante terá de ser obtido pelo superávit primário. Para taxas de crescimento do PIB de 2%, 3% ou 4%, o superávit primário requerido para estabilizar a relação será respectivamente de 4%, 3,5%, e 3%. Se admitirmos que o valor de 3% de superávit primário é admissível e viável fica por verificar o impacto de um crescimento anual de 4% sobre as contas externas.

Qualquer exercício de simulação pode provar que as contas externas brasileiras não suportam uma taxa de crescimento dessa magnitude a não ser que mudem radicalmente as condições de financiamento internacional. Para efeito de raciocínio, admitamos que o vencimento do principal seja integralmente rolado e que não haja saída líquida nem de investimento de porta-fólio nem tampouco de investimento direto. Isto posto trata-se de determinar os níveis do D.T.C. e como financiá-lo.

Os dados do Passivo Externo Líquido apresentados no capítulo 2 sugerem que o seu custo se situará em torno de 5% ao ano, o que está grosso modo de acordo com os dados do D.T.C. após 1998 (Tabela 6). Valores dessa magnitude parecem constituir o limite financiável seja por empréstimos adicionais, investimento de porta-fólio ou investimento direto. O problema reside na composição do D.T.C. no qual o valor da renda de capitais não pode ser comprimido. Ou seja, não há espaço para o aumento do déficit em transações reais sem que o D.T.C. cresça para valores não-financeáveis. Isto supõe portanto que o crescimento pretendido de 4% ao ano teria que se dar a partir de um crescimento das exportações superior, simultaneamente, ao das importações, e à taxa de juros em dólar. Essas possibilidades são limitadas devido à nova inserção externa da economia brasileira.

A análise do processo de estabilização realizada nesse capítulo mostrou que a economia brasileira se encontra num impasse. Ou seja, somente será possível manter a estabilidade da moeda às custas do crescimento econômico. A primeira restrição que existe quanto a esse último está no plano do valor externo da moeda. O crescimento excessivo do D.T.C. poderá conduzir a uma necessidade de corrigi-lo. Se isto for feito através da correção do valor externo da moeda corre-se o risco de desencadear uma nova crise cambial cuja consequência poderá ser a instabilidade permanente desse valor. A outra alternativa será obviamente a de desacelerar o crescimento doméstico.

Evitar o questionamento do valor externo da moeda supõe desacelerar o crescimento econômico. Isto impõe realizar superávites primários ineqüívocos ou admitir o crescimento da dívida pública interna para limites acima do aceitável pelo mercado. Ou seja, significa aceitar o questionamento do valor interno da moeda. Chegamos assim à disjuntiva: para manter o valor externo da moeda é necessário ir minando o seu valor interno e vice-versa. Certamente o caminho escolhido será o de manter o valor externo devido ao caráter mais virulento da perda desse valor.

## Conclusões

Ao longo deste trabalho, foram discutidos vários aspectos da dinâmica da economia brasileira durante os anos 90, principalmente aqueles associados às reformas liberalizantes. Cabe agora sintetizar as várias conclusões parciais e acrescentar algumas reflexões adicionais com o intuito de realçar algumas passagens que nos parecem essenciais.

Uma importante conclusão do capítulo 1 é a do possível aumento da seletividade dos mercados internacionais de capitais. Caso esta última venha a se confirmar, conforme sugerem as próprias instituições multilaterais, como por exemplo, o FMI, haverá fatalmente uma maior dificuldade para a captação de recursos externos por parte dos países periféricos dos quais o Brasil faz parte. Essa restrição, apesar de relativa, determinará uma série de percalços para esses países que serão tanto maiores quanto mais precária for a inserção comercial, ou seja, a capacidade de reduzir os déficits em transações correntes para níveis considerados aceitáveis pelo mercado.

Outro aspecto de crucial importância é a possível ampliação da volatilidade dos fluxos de capitais que estaria associada à maior seletividade. Conforme assinalado no capítulo 1, após as sucessivas crises de balanço de pagamentos dos países periféricos originadas nas economias asiáticas, pode-se afirmar, apoiado nos estudos das instituições multilaterais, que os investidores adotaram uma atitude ao mesmo tempo mais cautelosa e especulativa diante desses países.

O aumento da volatilidade dos fluxos de capitais para a periferia tem sérias implicações, principalmente para os países que adotam o regime de taxa de câmbio flutuante. Esse acréscimo da volatilidade implica uma maior variabilidade das taxas reais de câmbio o que, por sua vez, tem implicações significativas sobre os fluxos de comércio e investimento direto. Adicionalmente, dependendo da intensidade das variações da taxa de câmbio, a incerteza quanto ao valor externo da moeda pode alcançar tais extremos, que

leve, nos países de moeda mais fraca, ao desencadeamento de um processo de substituição monetária.

As tendências gerais apontadas acima certamente tiveram efeito significativo na economia brasileira em razão do célere processo de liberalização. No caso da abertura financeira, observou-se como consequência um rápido crescimento do passivo externo cuja trajetória esteve intimamente associada à do ciclo de crédito em direção à periferia, característico dos anos 90. Conforme apontado no capítulo 2 esse processo resultou no aumento da nossa vulnerabilidade externa.

Uma primeira dimensão dessa vulnerabilidade diz respeito aos estoques, visível por exemplo na elevada participação do passivo de curto prazo no passivo externo total. A capacidade do país resistir a ataques especulativos deteriorou-se ao longo do tempo devido à ampliação da relação passivo de curto prazo/reservas internacionais. Se adicionarmos a isto a liquidez dos ativos domésticos, em especial da dívida pública e sua indexação parcial ao dólar, concluiremos pela enorme fragilidade cambial do país.

Ainda quanto aos estoques de passivo externo, podem-se destacar os aspectos problemáticos de médio prazo e que dizem respeito à rolagem do principal da dívida securitizada. Na hipótese de uma retração relativa dos investidores externos, a alternativa de financiamento nesse caso só poderia ser encontrada na ampliação do IDE. Isto de fato vem ocorrendo nos anos de 1998/99 às custas de uma importante desnacionalização da propriedade das empresas nacionais, privadas e públicas. Além do caráter limitado do processo dada a dimensão do estoque de ativos produtivos alienáveis, o processo gerará sérios constrangimentos nos fluxos de pagamentos. Isto porque não tem implicado o aumento da capacidade da economia em gerar divisas.

Na hipótese de que os problemas relativos ao estoque do passivo externo não venham a materializar-se há a enfrentar os percalços decorrentes dos fluxos de pagamentos. Aqui aparece claramente uma importante diferença desse ciclo de endividamento diante dos ciclos pregressos: a maior exigência de remuneração. Como já discutido no capítulo 1, isto vale tanto para o capital a juros quanto para o IDE.

No caso do Brasil, a remuneração do passivo externo tem consumido uma parcela crescente das exportações. Isto significa que a sua taxa de

remuneração tem sido superior ao crescimento das exportações, o que implica um desequilíbrio prospectivo ainda maior no balanço de transações correntes. Ou seja, uma melhoria permanente das contas correntes através do declínio do déficit suporia uma taxa de crescimento das exportações superior, em simultâneo, à taxa de crescimento das importações e à taxa de remuneração do passivo externo. Essa possibilidade está limitada pelo tipo de inserção externa resultante da abertura comercial, como veremos a seguir.

A análise detalhada do processo de abertura comercial demonstrou que o Brasil sofreu um processo de regressão na sua estrutura produtiva e de deterioração na sua inserção externa. No que diz respeito ao último aspecto deve ser ressaltado que além de ter perdido um superávit comercial importante, desenhou-se para o país um tipo de integração comercial que implica desequilíbrios recorrentes na balança de comércio.

O sentido geral das mudanças foi o de acentuar um certo padrão de divisão do trabalho no qual o país se coloca como um importador de bens intensivos em tecnologia e capital e um exportador de bens intensivos em mão-de-obra e, principalmente, recursos naturais. Estamos assim de volta, guardadas as especificidades históricas, a uma inserção externa típica de uma periferia que importa bens com elasticidades-renda mais altas do que as elasticidades-renda dos bens que exporta.

As transformações decorrentes da abertura comercial somam-se àquelas relativas à desnacionalização da propriedade do capital para produzir conseqüências que vão além da modificação da inserção externa da economia. No caso da reespecialização da estrutura produtiva, um aspecto marcante foi a perda de importantes elos do sistema de reprodução da economia, em especial dos setores produtores de bens de capital e insumos elaborados. Dado que essa perda de mercados internos não foi acompanhada paralelamente pelo ganho de mercados externos, pode-se concluir pela destruição de fatores dinâmicos do crescimento da economia brasileira.

O mercado interno constituiu-se historicamente no mecanismo básico de sustentação do crescimento econômico no padrão de industrialização por substituição de importações. As sucessivas diferenciações da estrutura produtiva foram o motor básico do desenvolvimento. Para que este mecanismo fosse substituído com êxito, a abertura comercial teria que ter produzido uma

inserção externa mais virtuosa centrada em algum tipo de especialização intra-setorial. Isto certamente não ocorreu.

Outro aspecto relevante do padrão de crescimento pregresso foi a associação entre 3 frações de capital: o estatal, o multinacional e o privado nacional. Essa combinação particular permitiu que a economia brasileira gozasse de um dinamismo diferenciado perante as demais economias periféricas, especialmente latino-americanas. Ou seja, os investimentos estatais asseguraram horizonte ao investimento privado permitindo inclusive tirar melhor partido dos ciclos de expansão das empresas multinacionais em direção à periferia.

Conforme mostrado no capítulo 3, as privatizações e as Fusões & Aquisições realizadas a partir do IDE desfizeram o antigo tripé, transformando o capital multinacional no principal agente produtivo dos principais ramos da economia brasileira. Certamente as decisões de investimento desse segmento pautam-se por critérios distintos, vale dizer, ao contrário do capital estatal, que sempre antecipou investimentos, a decisão de investir do primeiro está limitada pelo crescimento prospectivo do mercado. A combinação dessa mudança com o estreitamento do mercado interno, fruto da reespecialização produtiva, certamente conduzirá a um menor dinamismo da economia.

Em síntese, as reformas liberalizantes produziram importantes modificações na economia brasileira nos anos 90 com destaque para a vulnerabilidade financeira, a nova inserção comercial e a regressão da estrutura produtiva. A combinação dessas reformas com o programa de estabilização da moeda, fundado na âncora cambial, acarretou restrições adicionais ao crescimento da economia. Dois foram os resultados principais dessa combinação: o rápido crescimento do passivo externo, certamente bastante influenciado pela apreciação cambial decorrente do plano, e o desmesurado aumento da dívida pública.

O aumento desses estoques de dívidas pode ser considerado como uma síntese dos obstáculos que a economia brasileira enfrentará num futuro próximo para retomar o crescimento e manter a estabilidade da moeda. Começemos pela dimensão externa da questão. Manter o valor externo da moeda num quadro internacional relativamente adverso supõe um tipo de ajustamento que dificilmente o Brasil será capaz de lograr. Ou seja, manter o

endividamento externo sob controle através da redução do déficit em transações correntes supõe um desempenho do comércio exterior pouco viável para o país dadas as transformações regressivas na estrutura produtiva. O crescimento econômico ameaçaria as contas externas através do desequilíbrio corrente e, conseqüentemente, o valor externo da moeda.

A dívida pública interna, da qual depende em última instância a estabilidade do valor interno da moeda, sofreu uma elevação inusitada após a estabilização. O mecanismo essencial desse crescimento foi a alta taxa de juros interna. Dada a regra de formação das taxas de juros numa economia com a conversibilidade da conta de capital como a nossa, esse patamar de juros deve ser considerado como uma variável independente dado que sobre ele não temos controle algum.

A manutenção do valor interno da moeda supõe a estabilidade ou, no máximo, crescimento moderado do estoque de dívida pública. Como a taxa de juros não pode ser modificada, esta estabilidade dependerá do crescimento econômico e da obtenção de superávites primários. Como taxas maiores de crescimento estão inviabilizadas pela restrição externa, a estabilização da dívida pública dependerá principalmente da obtenção de superávites primários recorrentes. Está implícita, portanto, na restrição interna, uma deterioração do montante e da qualidade do gasto público.

Chegamos, por fim, a uma conclusão que não deixa de ser paradoxal: se o cenário internacional não melhorar significativamente nos anos vindouros, a estabilidade da moeda no Brasil só poderá manter-se, se o crescimento econômico for sacrificado. Isto é, as políticas liberais produziram uma disjuntiva entre crescimento econômico e estabilidade.

## Bibliografia

- AGÉNOR, P. (1996). The surge in capital flows: analysis of pull and push factors. *International Journal of Finance and Economics*.
- AGLIETTA, M. (1995). *Macroéconomie financière*. Paris: Éditions La Découverte.
- ALÉM, C., GIAMBIAGI, F., PASTORIZA, F. (1997). *Cenário macroeconômico: 1997/2002*. Rio de Janeiro: BNDES. (Texto para Discussão, n. 56).
- ANDREI, Cristian (1997). *A dinâmica dos preços no Real*. São Paulo: IESP. (Mimeogr.).
- BACEN. (1998). *Análise do mercado de câmbio*.
- BACHA, E. L. (1994). O fisco e a inflação; uma interpretação do caso brasileiro. *Revista de Economia Política*, v. 14, n. 1.
- BALTAR, P., MATTOSO, J. (1997). Estrutura econômica e emprego no Brasil: a experiência recente. In: REIS VELLOSO, J. P. (Org.). *Brasil: desafios de um país em transformação*. Rio de Janeiro: José Olympio Editora. p. 294-314.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS – BIS. (1998). *68th Annual Report*. Basle.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS – BIS. (1999). *69th Annual Report*. Basle.
- BAUMANN, R. (1998). *Foreign investment in Brazil and international financial markets*. London: ILAS.
- BELLUZZO, L. G. (1997). Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In: TAVARES, M. C., FIORI, J. L. *Poder e dinheiro*. Uma economia política da globalização. Rio de Janeiro: Vozes.
- BELLUZZO, L. G. (1999). Finança global e ciclos de expansão. In: FIORI, J. L. (Org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Rio de Janeiro: Vozes.
- BELLUZZO, L. G., ALMEIDA, J. S. (1999). *A economia brasileira: da crise da dívida à agonia do Real*. Campinas. (Mimeogr.).
- BIELSCHOWSKY, Ricardo (Coord.) (1999). *Determinantes dos investimentos na transição da economia brasileira dos anos 90*. (Indústria, Mineração, Petróleo e Infra-Estrutura). Brasília: Cepal-IPEA.

- BNDES. (1999). *A economia brasileira nos anos 90*. Rio de Janeiro: BNDES. Disponível na Internet: <[www.bndes.gov.br](http://www.bndes.gov.br)>.
- BONELLI, R., GONÇALVES, R (1997). *Para onde vai a estrutura industrial brasileira?* Rio de Janeiro: IPEA. (Texto para Discussão).
- BRAGA, J. C. (1997). A financeirização global (O padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo). In: TAVARES, M. C., FIORI, J. L. *Poder e dinheiro. Uma economia política da globalização*. Rio de Janeiro: Vozes.
- BRASIL. Ministério da Fazenda (1993). *Exposição de Motivos n. 395 de 7 de dezembro de 1993*.
- CALVO, G., LEIDERMAN, L., REINHART, C. M. (1996). Inflow capital to developing countries in the 1990's. *Journal of Economic Perspectives*, v. 10, Spring.
- CARDOSO, E. (1997). *Virtual deficits and the Patinkin Effect*. Washington: IMF. (IMF Working Paper).
- CARDOSO, E., GOLDFAJN, I. (1997). *Capital flows to Brazil: the endogeneity of capital controls*. Washington: IMF.. (IMF Working Paper, 115).
- CARNEIRO, Ricardo (1993). A economia brasileira no período 1975-89. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 2.
- CARVALHO, Carlos E. (1998). *As finanças públicas no Plano Real*. São Paulo: Fundap. (Mimeogr.).
- CEPAL. (1999). *Estatísticas básicas da economia brasileira*. Disponível na Internet: <[www.cepal.org](http://www.cepal.org)>.
- CHESNAIS, F (Org.). (1998). *A mundialização financeira: gênese, custo e riscos*. São Paulo: Xamã.
- CHESNAIS, F. et al. (1996). *La mondialization financière*. Paris: Syros.
- CHESNAIS, F. (1995). A globalização e o curso do capitalismo de fim-de-século. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 5.
- CIOCCA, P., NARDOZI, G. (1996). *The high price of money*. Oxford: Clarendon Press.
- CITIBANK (1996). *Análise e Mercados*. São Paulo: Citibank. (Vários números).
- CLAESSENS, S., DOOLEY, M. E., WARNER, A. (1995). Portfolio capital flows: hot or cold? *World Bank Economic Review*, v. 9, n. 1.
- CLAESSENS, S., DOOLEY, M. E., WARNER, A (1995). Portfolio capital flows: hot or cold? *World Bank Economic Review*, v. 9, n. 1.
- CNI/CEPAL (1997). *Investimentos na indústria brasileira – 1995-1999: características e determinantes*. Rio de Janeiro: CNI.

- COUTINHO, L., BELLUZZO, L. G. (1997). Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7.
- DUNNING, J. D. (1997). The advent of alliance capitalism. In: DUNNING, J. D., HAMDANI, K. A. *The new globalism and developing countries*. New York: United Nations University Press.
- EICHENGREEN, B. (1996). *Globalizing capital*. New Jersey: Princeton University Press.
- FERNANDEZ-ARIAS, E. (1996). The new wave of private capital flows: push or pull? *Journal of Development Economics*, v. 48, Mar.
- FERRAZ, J. C. (1998). *Economic and institutional change and business response*. Rio de Janeiro: IEI/UFRJ.
- FRANCO, Gustavo H. (1998). A inserção externa e o desenvolvimento. *Revista de Economia Política*, v. 18, n. 3.
- FRANCO, Gustavo H. (1997). *A superação do inflacionismo*. Brasília: Instituto Teotonio Vilela.
- FREITAS, Cristina P. (1998). *Política financeira e fragilidade bancária*. São Paulo: Fundap. (Mimeogr.).
- GIAMBIAGI, Fabio. (1997). A crise fiscal da União: o que aconteceu recentemente? *Revista de Economia Política*, v. 17, n. 1.
- GIAMBIAGI, Fabio (1997). *Necessidades de financiamento do setor público: bases para a discussão do ajuste fiscal no Brasil - 1991-96*. Rio de Janeiro: BNDES. (Texto para Discussão, n. 53).
- GRAHAM, H., KRUGMAN, P. (1993). The surge of FDI in the 1980's. In: FROOT, K. (Ed.). *Foreign direct investment*. Chicago: The University of Chicago Press for NBER.
- GRIFFITH-JONES, S. (1996). La crisis del peso mexicano. *Revista de la CEPAL*, n. 60.
- GUTMAN, R. (1996). A transformação do capital financeiro. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7.
- HAY, Donald. (1997). *The post 1990 Brazilian trade liberalization and the performance of large manufacturing firms*. Rio de Janeiro: IPEA. (Texto para Discussão, n. 523).
- HELLEINER, E. (1994). *States and the reemergence of global finance*. Ithaca: Cornell University Press.
- HOLANDA, Felipe M. (1997). *Inserção externa, liberalização e estabilização*. Campinas: UNICAMP. Instituto de Economia. (Dissertação, Mestrado).

- IBGE (1996). *Sistema financeiro: uma análise a partir das contas nacionais, 1990-95*. Rio de Janeiro: IBGE.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. (1997). *Export Performance and competitiveness of Brazilian manufactured goods*. Country report, Chapter VI. Prepared by Hugo Fasano.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF (1997). *International capital markets* (Development prospect and policy issues). Washington, DC.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. (1998). *International capital markets* (Development prospect and policy issues). Washington, DC.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. (1999). *International capital markets* (Development, prospects and key policy issues). Washington, DC.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. (1995a). *International capital markets* (Development prospect and policy issues). Background papers on turbulence in emerging markets. I. Capital flows to developing countries. Washington, DC.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. (1995b). *Staff studies for the World Economic Outlook*. Chapter VII. Foreign direct investment in the world economy. Washington, DC.
- IPEA. (1999). *Boletim Conjuntural*. Rio de Janeiro.
- IPEA/CEPAL. (1997). *O plano Real e outras experiências de estabilização*. Brasília: IPEA.
- KINDLEBERGER, C. P. (1978). *Manias, panics and crashes: a history of financial crises*. London: Macmillan Press.
- KREGEL, J. (1994). Capital flows globalization of production and financing development. *UNCTAD Review*
- KREGEL, J. (1996). Riscos e implicações da globalização financeira para as políticas nacionais. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7.
- KREGEL, J. (1998). *East Asia is not Mexico: the difference between balance of payment crisis and debt deflation*. Genève: UNCTAD. (Mimeogr.).
- KRUGMAN, P. (1998). *What happened to Asia?* Available from World Wide Web: <[www.mit.edu/krugman](http://www.mit.edu/krugman)>.
- LAPLANE, M., SARTI, F. (1997). Investimento Direto Estrangeiro e a retomada do investimento sustentado nos anos 90. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 8.
- MEDEIROS, C. A. (1997). Globalização e inserção internacional diferenciada da Ásia e América Latina. In: TAVARES, M. C., FIORI, J. L. *Poder e dinheiro. Uma economia política da globalização*. Rio de Janeiro: Vozes.

- MENDONÇA DE BARROS, J. R., ALMEIDA JÚNIOR, R. (1997). *Análise do ajuste do sistema financeiro brasileiro*. Brasília: Minifaz/SPE.
- MESQUITA, M. E., CORRÊA, P. (1996). *Abertura comercial e Indústria*. Rio de Janeiro: BNDES. (Texto para Discussão, n. 49).
- OBSTEFELD, M., TAYLOR, L. (1997). *The great depression as a watershed: International capital mobility over the long-run*. (NBER Working Paper, n 5960).
- ONIDA, F. (1989). Multinational firms, international competition and oligopolistic rivalry: Theoretical trends. *Rivista di Politica Economica*, v. 79.
- PASTORE, A. C., PINOTTI, M. C. (1995). Taxa cambial real e os saldos comerciais. *Revista de Economia Política*, v. 15, n. 2.
- PEREIRA, L.V. (1998). *Brazil's foreign trade: patterns and prospects*. London: ILAS.
- PEREIRA, T. R. (1999). *Endividamento externo e ajuste financeiro da grande empresa industrial nos anos 90*. Campinas: UNICAMP. Instituto de Economia. (Dissertação, Mestrado).
- PLIHON, D. (1996). Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7.
- PLIHON, D. (1999). A economia de fundos próprios um novo regime de acumulação financeira. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 13.
- PRATES, Daniela, FREITAS, Cristina P. (1999). *Abertura externa e sistema Financeiro*. São Paulo: FUNDAP.
- PRATES, Daniela M. (1997). *Abertura financeira e vulnerabilidade externa*. Campinas: UNICAMP. Instituto de Economia. (Dissertação, Mestrado).
- PRATES, Daniela M. (1997). *Abertura financeira, vulnerabilidade externa e financiamento externo*. São Paulo: IESP. (Mimeogr.).
- PUGA, F. P. (1999). *Sistema financeiro brasileiro: reestruturação recente, comparações internacionais e vulnerabilidade à crise cambial*. Rio de Janeiro: BNDES. (Texto para Discussão, n. 68).
- RÊGO FILHO, LIMA, PEREIRA. (1999). *Privatização, ajuste patrimonial e contas públicas no Brasil*. Rio de Janeiro: IPEA. (Texto para Discussão, n. 668).
- RIBEIRO, Fernando J. (1998). *Análise do índice de Preço e Quantum das importações brasileiras*. Rio de Janeiro: IPEA. (Boletim Conjuntural, n. 41).
- SIMOENS DA SILVA, L. A. (1999). *Corrupção e promiscuidade entre os setores público e privado na gestão do sistema financeiro nacional*. Brasília: CNBB.

- SINGH, A. (1994). Growing independently of the world economy: Asian economic development since 1980. *UNCTAD Review*, Geneva.
- SOBEET. (1998). *Carta da Sobeet*, ano 2, n. 1.
- SOUZA, L. A. (1998). *O mercado de capitais brasileiro no período 1987-97*. Campinas: UNICAMP. Instituto de Economia. (Tese, Doutorado).
- TAVARES, M. C, MELIN, L. C. (1997). Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia americana. In: TAVARES, M. C., FIORI, J. L. *Poder e dinheiro. Uma economia política da globalização*. Rio de Janeiro: Vozes.
- TAVARES, M. C., FIORI, J. L. (1997). *Poder e dinheiro. Uma economia política da globalização*. Rio de Janeiro: Vozes.
- TAVARES, M. C. (1997). *Real: a desorganização da economia*. Brasília: Câmara dos Deputados.
- TURNER, P. (1991). *Capital flows in the 1980's: a survey of major trends*. Basle: Bank of International Settlements. (BIS Economic Papers, n. 30).
- TURNER, P. (1995). *Capital flows to Latin America: a new phase?* Basle: Bank of International Settlements. (BIS Economic Paper, n. 44).
- UNCTAD. (1994). *Trade and Development Report, 1993*. Geneve: United Nations.
- UNCTAD. (1998). *Trade and Development Report, 1997*. Geneve: United Nations.
- UNCTAD. (1999). *Trade and Development Report, 1998*. Geneve: United Nations.
- VALLS Pereira, L. (1997). *Brazil's foreign trade: patterns and prospects*. London: ILAS.
- WALTER, A. (1993). *World power and world money*. New York: Haverster-Wheatsheaf.
- WORLD BANK. (1997). *Private capital flows to developing countries: the road to financial integration*. New York: Oxford University Press.