

# A âncora do Real

Alex Luiz Ferreira<sup>1</sup>

Âncora (\*)

1. **Marinh.** Peça de formato especial e peso conveniente, e que, presa à extremidade da amarra, agüenta a embarcação no fundeadouro. 2. Adorno, distintivo ou marca em forma de âncora de navio. 3. **Fig.** Proteção, amparo, arrimo, abrigo. 4. Símbolo da esperança.

(\*) Dicionário Aurélio Eletrônico: século XXI.  
São Paulo: Editora Nova Fronteira, 1999.

## Resumo

*Realiza-se uma periodização do processo de absorção de capitais externos nos anos 90 e discutem-se os determinantes externos e internos presentes em cada uma das fases identificadas. Apontam-se as principais implicações da nova inserção financeira externa sobre o balanço de pagamentos, o nível de preços, as finanças públicas e o setor produtivo. Faz-se um contraponto com a década de 80 enfatizando-se o papel fundamental dos capitais externos nas articulações que sustentaram o Plano Real.*

*Posteriormente, analisa-se em que medida a mudança cambial de janeiro de 1999 altera (ou pode alterar) as tendências delineadas.*

## 1 Periodização do processo de absorção de capitais nos anos 90

### 1.1 Premissas

A premissa para a elaboração deste trabalho é que o fator de determinação do financiamento internacional é a decisão autônoma de política econômica nacional. As decisões autônomas são entendidas como um conjunto de ações que viabilizam uma certa estratégia de política econômica, dado o contexto internacional. Este, por sua vez, não determina o processo de absorção de capitais.

No limite, poderia ser argumentado que as condições externas também podem explicar as causas da absorção pela influência decisiva do capital externo sobre a decisão de um arranjo que o beneficie. Ou seja, o capital ao procurar formas de se autovalorizar, acaba por forçar o

---

<sup>1</sup> Mestrando em Teoria Econômica – UNICAMP. Instituto de Economia (IE).

desenvolvimento de tais condições. Esta influência decisiva seria manifestada através do poder das classes dominantes (industriais, comerciais e ou financeiras) internacionais sobre as políticas nacionais. Os interesses destas classes estariam representados, por exemplo, através de instituições, países, empresas e até mesmo organizações multilaterais.

A premissa, como já foi colocado, é outra. O governo é soberano para decidir se vai ou não depender destes capitais, o montante em que vai depender e as condições de dependência (prazos e custos), o que implica o nível de vulnerabilidade e o risco envolvido na assunção de capitais. Deriva-se que o país ao se decidir pelo volume de captação está também se decidindo por um determinado prazo ou custo de capital, ou seja, uma determinada estrutura passiva externa, pois as condições de oferta são dadas. As crises econômicas, de causas diversas, podem mudar tais condições, o que implica tomar decisões em novas bases. Isto explica, por exemplo, a determinação de aumentar os juros internos para ampliar a absorção nos anos 90, ou o ajuste promovido nos anos 80 por causa da escassa oferta de capitais. A influência dos poderes representativos do capital não é marginal, porém também não é decisiva. A absorção de capitais externos, que vai conformando uma determinada estrutura passiva ao longo do tempo, é derivada, portanto, de uma decisão política com objetivos econômicos. Enfim, procurou-se, *grosso modo*, argumentar que a abundância de capitais à procura de rentabilidade, ou *money chasing yield*,<sup>2</sup> não explica per se a absorção, mas ela viabilizou uma determinada concepção de desenvolvimento que estava contemplada na estratégia de estabilidade e “crescimento” das autoridades que assumiam os rumos da política econômica brasileira, e que estava fundamentada no financiamento internacional.

## 1.2 Condições externas

As condições externas seguem um cenário-padrão ao longo desta década. Este é caracterizado, de forma estilizada, pela combinação entre alta liquidez internacional, maior movimento de capitais e um crescente estoque de riqueza financeira. São condições altamente favoráveis ao processo de captação de recursos. O pano de fundo da análise é este cenário, mas com

---

<sup>2</sup> É a caracterização dada pelo professor Hyman Minsky ao processo de influxo de capitais privados, a despeito da situação macroeconômica dos países, segundo Coutinho & Belluzo (1996: 140).

perturbações importantes nos anos de 1995, 1998 e início de 1999, por causa das crises do México em 1994, Ásia em 1997 e Rússia em 1998, respectivamente.

Os efeitos de tais crises disseminam-se e prosseguem durante um determinado espaço de tempo, até o ponto em que é arquitetada uma ajuda internacional sob o comando do FMI. Um fato ilustrativo deste processo foi a moratória organizada na Ásia em 1997 em função da ameaça de crise de solvência, quando o FMI atuou como um prestador de última instância. Depois das recorrentes crises, os países envolvidos promovem um “ajustamento”, caracterizado por profundos cortes de gastos fiscais, elevação de impostos e juros, o que provoca uma recessão. Com as políticas de “ajustamento” a euforia se renova e as condições do sistema financeiro, anteriormente esboçadas, são repostas.

### **1.2.1 Alta liquidez internacional**

O menor crescimento dos países centrais no início da década e a queda das taxas de juros internacionais foram os principais determinantes da oferta de liquidez no sistema financeiro internacional. A *Federal Funds Rate*, por exemplo, passa de 8,1% em 1990 para 5,7% em 1991 e 3,5% em 1992, caindo 4,6 pontos percentuais em dois anos. O comportamento da *Prime Rate* é semelhante.

Posteriormente, a convenção dos agentes, formada em torno de um cenário de expectativas otimistas, proporcionou a alta liquidez no restante da década.

### **1.2.2 Crescente estoque de riqueza financeira**

O desenvolvimento de novos produtos financeiros, como os derivativos e a “exuberância irracional dos mercados”, uma expressão utilizada pelo atual presidente do *Fed* americano, Alan Greenspan, para referir-se à valorização das bolsas de valores norte-americanas, consubstanciou-se numa valorização da riqueza financeira sem precedentes. O valor de mercado do estoque de riqueza financeira saltou de US\$ 5 trilhões, no início dos anos 80, para cerca de US\$ 35 trilhões em 1995,

representando um crescimento de 800% em 15 anos.<sup>3</sup> Cabe também destacar a crescente participação das famílias nos mercados de finanças securitizadas através dos investidores institucionais, como fundos de pensão, fundos mútuos e seguradoras, e o ciclo endógeno do crédito que realimenta esta marcha de autovalorização do capital e desencadeia processos de inflação de ativos ou bolhas inflacionárias em vários países.

### **1.2.3 Aumento do movimento de capitais**

As condições externas são dinâmicas pois o movimento de capitais entre os países cresce assustadoramente. Este fenômeno é um dos componentes do movimento maior da intensificação da globalização, que acontece não só na dimensão financeira, mas também nos campos comercial, institucional e cultural (por exemplo: Internet). A desregulamentação financeira, um dos pilares do Consenso de Washington, transformou-se num movimento sem precedentes. Iniciado na tríade (Estados Unidos, CEE e Japão) passou a se desenvolver entre os demais países. No Brasil, a captação de recursos passa de US\$ 5,3 bilhões, em 1990, para US\$ 146,1 bilhões, em 1998, um crescimento de 2.622%.

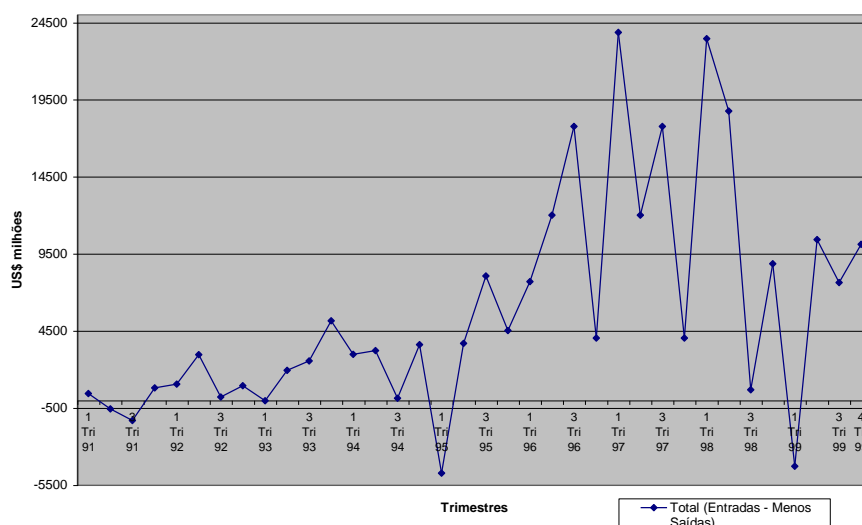
### **1.3 Períodos**

O processo de absorção de capitais nos anos 90 pode ser dividido em dois grandes períodos, os quais têm a ver com as decisões de política econômica, que por sua vez determinam as condições de rentabilidade (juros, prazos) para o capital externo, dado o estado das expectativas no cenário externo. Ou seja, estabelecidas as condições externas, o país “escolhe” o volume e conseqüentemente as condições de absorção. O marco desta periodização refere-se ao montante líquido da entrada de capitais. Este montante alterou-se a partir do segundo trimestre de 1993, quando os ingressos de capitais tornaram-se significativamente superiores às saídas.

---

<sup>3</sup> Citado em Coutinho & Belluzo (1996: 130).

Gráfico 1  
Movimento de capitais



### 1.3.1 De 1990 até o primeiro trimestre de 1993

O impasse, a incerteza e a indefinição política e econômica, apesar do governo Collor ter iniciado uma política liberalizante, dominaram o cenário político brasileiro. Mesmo com o impeachment, houve entrada de capitais externos, os quais foram atraídos pelos baixos preços dos ativos brasileiros e por causa da maior margem de rentabilidade, resultante das altas taxas de juros domésticas. Este processo foi viabilizado pela incipiente desregulamentação financeira.

Deve-se ressaltar, como ilustração da premissa adotada, que até mesmo o capital que se dirigiu às aplicações no mercado acionário pode ser controlado, por exemplo, via tributação. Em outras palavras, a absorção de capitais de qualquer modalidade, para os efeitos deste trabalho, deve repousar sob decisões nacionais.

Entretanto, não houve absorção de poupança externa<sup>4</sup> e os recursos que entraram em 1992 e 1993 proporcionaram um forte aumento nas reservas

<sup>4</sup> A absorção de poupança externa ocorre quando o saldo da balança de transações correntes, no sentido estrito, conceito que exclui os rendimentos dos fatores de produção (juros e lucros), é negativo. Este saldo viabiliza uma absorção de bens e serviços maior do que a capacidade de produção da economia, dado um certo nível do produto.

internacionais. A modalidade de capital mais relevante deste período foram os empréstimos de médio e longo prazos.

### **1.3.2 Segundo trimestre de 1993 até 1998**

Apesar de ser uma fase em que ocorreram mudanças significativas na qualidade do capital ingressante, existem pontos em comum que reforçam a delimitação deste período.

Entre os anos de 1993 e 1998, o volume e a importância relativa do movimento de capitais de curto prazo sofrem alterações. Em 1995 e 1996, ao contrário do que se esperaria como lição pela crise do México, a entrada de capital volátil foi maciça. Em 1995, o saldo da conta de capitais de curto prazo, que destinava-se à sustentação do balanço de pagamentos e conseqüentemente à manutenção da política cambial e comercial, foi de US\$ 18,8 bilhões, atingindo US\$ 5,7 bilhões em 1996. Estes capitais foram os responsáveis principais pelo equilíbrio do balanço de pagamentos em 1995 (a conta de serviços foi negativa em US\$ 18,5 bilhões e a conta comercial em US\$ 3,3 bilhões) e fundamentalmente importantes para o financiamento em 1996. Porém, dados o seu caráter intertemporal e a sua alta volatilidade, quando em presença de incerteza ou risco, esta conta passa a ser negativa em 1997, US\$ -17,5 bilhões, tendo uma queda violenta em 1998, US\$ -29 bilhões, em função das crises internacionais anteriormente mencionadas.

Para atrair o capital volátil, lançou-se mão de uma brutal elevação dos juros internos o que aumentou ainda mais o cupom cambial.<sup>5</sup> As margens de lucro dos investimentos financeiros foram alargadas por causa do elevado risco de desvalorização que a moeda brasileira passou a assumir na opinião dos mercados internacionais. A opção por este financiamento, por outro lado, exacerbou ainda mais a vulnerabilidade do Brasil, colocando a nu a fragilidade da sustentação das nossas contas externas.

O prazo de captação do capital externo mudou durante este período; entretanto o ingresso de divisas que visava a aplicações de portfólio foi positivo e significativo, à exceção de 1998.

---

5 O **cupom cambial** é definido como a margem prospectiva de rentabilidade do investimento financeiro estrangeiro no mercado nacional, descontando-se o resultado líquido das estimativas das taxas de inflação e da taxa de câmbio dos países em análise.

O investimento estrangeiro direto (IED) teve uma dinâmica diferente. Em 1993, ano em que eram definidos os rumos da política econômica brasileira após o impeachment, os capitais ingressaram em níveis muito baixos quando comparados com o restante da década. Em 1994, as entradas ainda foram tímidas, mas, a partir de 1995, o IED adquiriu uma magnitude muito relevante, financiando boa parte do déficit em conta corrente. As explicações para esta mudança são encontradas nos elementos listados a seguir: efeitos da estabilidade de preços sobre consumo, financiamento e o cálculo econômico prospectivo; as implicações da liberalização comercial e financeira sobre as expectativas dos agentes em relação ao grande mercado brasileiro e sobre o reposicionamento estratégico das empresas em face da formação dos blocos de comércio, em especial, no caso brasileiro, do Mercosul e da Alca; a valorização cambial; e com importância primordial, o processo de privatizações, que ofereceu grandes oportunidades de rentabilidade e respondeu por boa parte dos ingressos.

Trata-se, portanto, de um período com significativos volumes de investimento em portfólio, à exceção de 1998, e de um contínuo aumento da participação do IED. A mudança do saldo da conta de capitais de curto prazo ocorreu em função das crises internacionais. A resposta a estas crises foi a elevação do cupom cambial, conforme a conveniência da autoridade monetária em aumentar as reservas cambiais, para sustentar sua política de câmbio e de comércio exterior.

## **2 Impactos da reinserção financeira externa**

A reinserção financeira externa é o elemento de referência para o entendimento dos fundamentos das mudanças que ocorreram no cenário econômico brasileiro na década de 90, principalmente a partir do Plano Real.

Como anteriormente colocado, o Brasil entra nesta década diante de condições externas favoráveis à captação de recursos. Apresenta-se às autoridades decisórias brasileiras um menu de opções de política econômica que poderia contemplar ou não a utilização destes capitais. Outro objeto de decisão dava-se com relação à relevância do capital externo na determinação de uma estratégia de política econômica nacional.

A equipe econômica do governo Itamar, liderada pelo então ministro Fernando Henrique Cardoso, concebe um plano que tem como meta

prioritária a estabilidade macroeconômica, buscando concomitantemente, ao menos na retórica, o crescimento auto-sustentado.<sup>6</sup> A estratégia definida é aquela em que o capital externo possuía o papel principal.

Nos itens posteriores discutem-se os efeitos da reinserção financeira externa sobre as principais variáveis econômicas. Advoga-se que é ela quem garante a efetividade das mudanças arquitetadas no Plano Real, o qual contemplava a utilização maciça do capital externo de forma deliberada.<sup>7</sup>

Tabela 1  
Captação de recursos externos  
(US\$ milhões)

Total	5.367	11.627	17.791	32.667	43.211	54.192	79.291	129.647	148.042	106.085
Investimentos	688	1.455	5.188	15.928	27.352	28.317	35.444	57.382	60.131	49.448
Em carteira	171	760	3.863	14.971	21.600	22.559	24.684	37.190	26.358	15.395
Diretos	517	695	1.325	877	2.241	3.285	9.580	17.864	26.515	26.916
Outros	0	0	0	80	3.511	2.473	1.180	2.328	7.258	7.137
Empréstimos em moeda	1.045	4.408	7.979	11.031	8.756	15.883	28.078	35.535	58.128	43.360
Comunicado Firce n. 10	405	470	922	769	1.053	2.170	2.626	5.251	9.580	6.326
Empréstimos compens.										
Bônus e notes	54	1.507	4.833	7.598	5.961	9.650	18.046	20.448	25.777	17.649
Outros	586	2.431	2.224	2.664	1.742	4.063	7.406	9.836	13.447	8.148
Financiamentos	2.882	4.160	2.332	3.282	4.353	4.576	6.828	24.192	19.284	6.114
Leasing e aluguel	752	1.519	1.173	1.005	842	1.143	1.868	4.002	3.848	2.428
Pagto. antec. de exp.	-	85	1.119	1.421	1.908	4.273	7.073	8.536	6.651	4.735

Fonte: Boletim do Banco Central (Disponível na Internet – última ed. fev. 2000).

## 2.1 Balanço de pagamentos

### 2.1.1 Balança comercial

Os anos 80 caracterizaram-se por expressivos saldos comerciais positivos. A explicação deste fato tem origem no grande endividamento externo que se iniciou após o primeiro choque do petróleo e que foi catapultado a partir do II PND. Depois da elevação dos juros nominais em 1979, a dívida brasileira passou a ter um componente de crescimento

<sup>6</sup> De acordo com o governo, o crescimento auto-sustentado só se daria num ambiente de estabilidade e para tal seria necessário atingir o equilíbrio fiscal. Ver *Exposição de Motivos da URV*, medida provisória para a introdução da nova moeda (30 jun. 1994, parág. 27-28).

<sup>7</sup> A evidência mais explícita deste argumento, mesmo que o autor não seja um dos mentores iniciais do Plano, pode ser encontrada em: Franco (1998).



autônomo, o serviço da dívida. Este processo culminou com a crise da dívida externa deflagrada pelo México em dezembro de 1982 e com ajustes macroeconômicos em todos os países, capitaneados pelo FMI. De um pequeno superávit de US\$ 780 milhões, o Brasil passa a ter um saldo positivo de US\$ 6 bilhões em 1983 e US\$ 13 bilhões em 1984, mantendo estes patamares até o início da década de 90.

A estratégia de geração dos megasuperávites comerciais para saldar os compromissos da dívida foi efetivada com o encaminhamento da economia brasileira para uma forte recessão, provocada por políticas fiscal e monetária restritivas, que tinham o objetivo de alterar o peso relativo dos componentes da demanda agregada (C, I, G, X e M)<sup>8</sup> na renda (Y). A demanda interna foi contida obrigando as empresas a buscarem mercados externos como fonte de lucro e até de sobrevivência. As importações foram limitadas a um nível mínimo. Por outro lado, as condições que viabilizaram os superávites comerciais eram opostas àquelas que possibilitariam um nível adequado da taxa de investimento para que o país conseguisse ajustar-se de forma estruturalmente equilibrada à necessidade de divisas. Ou seja, este processo encurtou o espaço para que o mercado interno pudesse crescer e ao mesmo tempo gerar saldos comerciais positivos, sem a ocorrência de um *trade off*. O maior ônus para o país desta estratégia de política econômica foi o estrangulamento do investimento, da demanda e conseqüentemente da oferta agregada, que não permitiu o ajuste estrutural do balanço de pagamentos, entendido como a melhoria nas bases de competitividade.

Batista Júnior (1987: 12) enfatiza as severas conseqüências da restrição externa sobre o investimento ao afirmar que “a transferência de recursos reais para o exterior coloca um limite à capacidade de financiar o investimento agregado” na medida em que “uma economia forçada a transferir determinada percentagem de seu produto para o exterior não pode, por definição, aumentar a sua taxa de investimento (F/PIB) sem reduzir sua taxa de consumo”. Ou seja, partindo-se de uma identidade contábil,  $Y = C + I + G + (X - M)$ , dada a subtração da poupança interna, e desde que não haja aumento no nível do produto (Y), a economia vai precisar diminuir sua taxa de consumo para aumentar os saldos comerciais positivos e ao mesmo tempo financiar o investimento.

---

8 Lembrar que: C: consumo, G: gastos governamentais, I: investimento, X: exportações e M: importações.

Por outro lado, Carneiro (1991) argumenta que

“para manter a mesma taxa de crescimento do produto da fase de recuperação, a taxa de investimento terá que se elevar substantivamente, o que aguça o *trade off* entre o investimento e os demais componentes da demanda agregada, em especial com o superávit comercial” (p. 61).

Os dois autores citados acima estão corretos em sua análise, entretanto elas são verdadeiras apenas para o curto prazo, quando a capacidade de produção está dada, mas como bem salienta Castro (1988) ao se referir à mesma questão utilizando-se de um ponto de vista dinâmico:

“a repartição do produto adicional entre investimento e consumo teria, no entanto, que ter em conta a necessidade de recuperar a taxa de formação de capital da economia a um nível compatível com o crescimento desejado” (p. 96),

reafirmando a idéia de que uma solução estruturalmente equilibrada intertemporalmente passaria, necessariamente, pelo aumento da taxa de investimento.

Outras medidas foram tomadas com o caráter deliberado de diminuir importações a um nível mínimo e também aumentar as exportações.

Este processo geralmente é identificado como parte de uma estratégia de desenvolvimento, a qual é automaticamente associada à agenda estruturalista da CEPAL. Para alguns críticos, o Brasil manteve-se fechado durante este período porque seguiu os ditames de tal agenda. Como afirma Franco (1998),

“sem dúvida, o atraso para pegar o bonde da globalização se deve ao viés pró-mercado interno (pró-substituição de importação) das políticas locais, cuja ênfase esteve sempre associada à noção de auto-suficiência e à constituição de superávites comerciais” (p. 125).

Trata-se de uma visão equivocada conforme pode ser verificado pelos fatores colocados anteriormente, ou como afirmam Coutinho e Belluzzo (1996):

“foi exatamente a severa crise cambial que se abateu sobre a América Latina, no início dos 80, o fator essencial da sobrevida do processo de substituição de importações, até mesmo em segmentos produtivos em que a escala do mercado interno não recomendaria a produção doméstica. Mas, sob condições de forte estrangulamento cambial, tornou-se racional, ainda que não eficiente, substituir importações para poupar divisas” (p. 139).

O saldo da balança comercial nos anos 90 sofreu uma grande alteração. A combinação de abertura comercial (redução de tarifas de importação, eliminação de barreiras não tarifárias) com a valorização cambial e as altas taxas de juros,<sup>9</sup> além dos efeitos da estabilização sobre a demanda,

---

<sup>9</sup> As quais são, por sua vez, responsáveis por segmentar o mercado de crédito em favor das grandes empresas e multinacionais.

explicam, em grande parte, a brusca reversão do saldo da balança comercial no início do Plano Real.

Os efeitos maiores do abrandamento da restrição externa repercutiram no saldo da balança comercial, pois a geração de superávites não era mais necessária. As importações reais e potenciais, ou seja, a maior concorrência e a ameaça de concorrência, foram extensamente utilizadas como mecanismo para garantir a estabilidade de preços e também para provocar a modernização do parque produtivo brasileiro, tanto pela competição como pela maior capacidade de adquirir insumos e bens de capital.

A súbita desproteção da indústria comprometeu a competitividade de nossos produtos. As altas taxas de juros internas aumentaram o custo de financiamento dos bens produzidos no Brasil e a valorização provocou uma mudança nos preços relativos favorecendo os bens produzidos no exterior. A estabilidade excitou a demanda no início do plano, redirecionando, através do impulso do efeito renda sobre o consumo, boa parcela da produção para o mercado interno.

A queda do nível de atividades foi utilizada para atenuar os impactos destes fatores sobre a balança comercial. O governo serviu-se dos instrumentos de política monetária para atingir este objetivo. Foi aplicado um aperto creditício, através do próprio aumento das taxas de juros e da adoção de medidas quantitativas, como a elevação dos compulsórios sobre depósitos, e a criação de um novo mecanismo, um compulsório sobre as operações de crédito.

O desemprego foi responsável pelo menor crescimento da massa salarial real, mesmo com um aumento do salário real, o que ajudou a arrefecer o consumo. Conforme pode-se constatar nos relatórios de conjuntura econômica do Banco Central, o salário industrial real cresceu 64,04% de 1992 até dezembro de 1998, quando a massa salarial real cresceu apenas 21,48% em São Paulo e 11,68% em 12 estados, dados da CNI. O aumento do endividamento e a inadimplência de famílias e empresas também ajudaram a reduzir a demanda. Mesmo assim, as importações de bens de consumo cresceram 198,7%, comparando-se 1998 com 1990, embora tenham mantido sua participação relativa nas importações totais neste período (em torno de 15%). A demanda reprimida por bens importados e o relativo atraso tecnológico dos bens produzidos internamente, aliados às facilidades

anteriormente explicitadas, promoveram a “farra de importados” (Oliveira, 1996: 80-81).

Muito pouco foi feito para fomentar exportações. Legislação antidumping, salvaguardas e normatização comercial, apoio às pequenas e microempresas no comércio exterior, isonomia, ou seja, elementos que demandam uma maior participação do Estado, não estavam presentes na pauta de mudanças ou não foram contemplados pelo modelo econômico escolhido.

Esta discussão é de extrema relevância dentro da referência adotada (a reinserção financeira externa), porque o aumento das exportações de forma legítima, ou seja, baseado no aumento da competitividade pelas vias sistêmica e microeconômica, é capaz de elevar a capacidade de importar da economia sem aumentar a dependência de capitais externos. Entende-se que este caminho permite solucionar de forma estrutural a limitação dada pelo balanço de pagamentos, a qual, de acordo com Malan & Bonelli (1983), “à exceção do período 1968/73, sempre foi a restrição básica ao processo de desenvolvimento econômico no Brasil” (p. 50).

A mudança nas condições de competitividade, à qual me referi como legítima, remete ao reposicionamento na divisão internacional do trabalho, ou seja, ela implica mudança da qualidade da nossa inserção externa, assunto que será analisado no item 2.4.

Cabe também destacar que medidas comumente aludidas como soluções para a promoção das exportações, como a desburocratização e a modernização das operações aduaneiras,<sup>10</sup> surtem efeito tanto em importações como em exportações.

Estes fatores, conjuntamente analisados, explicam por que as importações cresceram 178,4% e as exportações apenas 62,7%, ao se comparar 1998 com 1990.

Como forma de atender aos seus objetivos de política econômica, e viabilizado pela reinserção financeira externa, o Brasil acumulou, de janeiro de 1994 até dezembro de 1998, um saldo negativo de US\$ 13,2 bilhões de dólares na balança comercial.

---

10 Como a diminuição dos custos portuários, Siscomex – Sistema eletrônico de registros de operações de comércio exterior, etc.

## **2.1.2 Balança de serviços**

### **2.1.2.1 Juros**

A partir da segunda metade da década de 80, o estoque da dívida externa tornou-se decrescente, indicando que, além do pagamento de juros, o Brasil amortizou parte da dívida, com a exportação líquida de capitais. Em 1992, o saldo do balanço de pagamentos se reverte e a dívida externa passa a crescer ano a ano. Com o aumento do estoque da dívida, os gastos com juros passam a aumentar continuamente.

A taxa de juros internacional entra no cálculo de rentabilidade dos agentes externos que investem ou emprestam ao Brasil, como taxa de referência básica somada a um spread de risco, que pode ser de inadimplência (*default*) e/ou de desvalorização. Ao permanecer nos níveis atuais, ela favorece o influxo de capitais pois não pressiona o cupom cambial.

### **2.1.2.2 Lucros e dividendos**

O aumento do IED, em modernização, novas plantas ou privatizações e a desnacionalização total ou parcial de algumas empresas, têm como uma de suas contrapartidas o aumento da remessa de lucros e dividendos para o exterior.

Este fato, analisado do ponto de vista do balanço de pagamentos e do seu equilíbrio intertemporal, não é per se nem bom nem ruim. É preciso analisar se a estas remessas corresponderá alguma contrapartida de geração ou economia de divisas, ou seja, se haverá aumento das exportações ou diminuição das importações. As evidências para o aumento da capacidade de exportar não são claras, como demonstra o comportamento da taxa de investimento durante esta década, embora tenha ocorrido um expressivo aumento da produtividade dos fatores de produção. Apesar de que possa ter havido uma subestimação no cálculo da taxa de investimento, ela ainda parece situar-se em níveis que não permitem um significativo crescimento da economia sem o estabelecimento do *trade off* com a capacidade de exportar. A questão da substituição de importações é discutida no item 3.1.1.

A comparação do ano de 1998 com 1994 é preocupante. Verifica-se, durante este período, que as remessas de lucros saltaram 189,2% enquanto as exportações cresceram apenas 21,7%.

### **2.1.3 Capitais**

A eliminação da restrição externa do balanço de pagamentos é entendida como a supressão da necessidade de geração de superávites comerciais para saldar os compromissos externos.

O PIB não pôde sofrer grandes variações durante a década de 90 porque, dados o grau de abertura e as condições que vigoraram, qualquer aumento deste era responsável por ampliar a absorção de poupança externa. Com o objetivo de não comprometer o nível de reservas desejado pela autoridade monetária para a manutenção da política cambial e de comércio exterior, a absorção de recursos deveria ser ampliada, o que fragilizaria ainda mais as expectativas quanto à sustentabilidade do arranjo cambial e monetário.

## **2.2 Nível de preços internos**

O insucesso dos planos de estabilização da década de 80 tem suas raízes na restrição externa, que limitou o coeficiente de abertura e alimentou o círculo vicioso entre inflação e desvalorização.

As decisões sobre a fixação de preços durante os anos 80 eram tomadas num contexto de alta incerteza. Os dois preços básicos, juros e câmbio, eram de difícil prognóstico, e a própria inflação atingiu níveis tão altos que dificultavam sobremaneira o cálculo econômico.

Sobre as decisões de preços, Frenkel (1979) argumenta que elas “*dependen de la información, nivel de incertidumbre y consideraciones de riesgos de las empresas*” (p. 299). As empresas enfrentam dois tipos de risco ao tomar decisões de preços num contexto inflacionário: o risco de renda, que resulta do fato de a empresa não poder colocar toda a sua produção ao preço em que ela é oferecida e o risco de capital, que provém de uma subestimação do preço futuro dos insumos que fazem parte dos seus custos de produção. No primeiro caso, a empresa imobiliza o seu capital em estoque e a perda

incorrida é o custo de oportunidade de se investir no mercado financeiro. No segundo caso, a empresa não gera receitas suficientes para cobrir as suas despesas. Frenkel então conclui que, num contexto de alta incerteza, as empresas preferem assumir o risco de renda, já que a probabilidade de ocorrer a subestimação é maior, potencializando o aumento de preços.

A presença de estruturas de mercado oligopólicas e a relativa inelasticidade das curvas de demanda, uma função dos mercados pouco disputáveis, por sua vez, conseqüência do “fechamento” da economia, proporcionou um ambiente propício para a disseminação deste tipo de comportamento no Brasil dos anos 80. A inflação assumiu um caráter aceleracionista, que foi exacerbado nos momentos de maior incerteza. Os mecanismos realimentadores de preços propagaram estes efeitos independentemente do nível de incerteza da economia. A reinserção financeira externa, com os efeitos já mencionados, abriu o espaço para que as decisões de preços operassem sobre novas bases. Batista Júnior (1987), parece referir-se justamente a este ponto quando afirma que a transferência de recursos reais representa um enorme empecilho à economia brasileira:

“primeiro, porque restringe a capacidade de importar de uma economia que precisa crescer a taxas elevadas e modernizar seu parque produtivo. Segundo, porque compromete a capacidade de abastecer o mercado interno, reduzindo a possibilidade de reconciliar crescimento econômico e controle da inflação” (p. 11).

O abrandamento da restrição externa e a constituição das reservas internacionais permitiu a estruturação de uma âncora cambial para os preços. A abertura comercial, iniciada no começo da década, provocou um alinhamento dos preços dos bens comercializáveis aos bens produzidos no exterior, medidos em moeda estrangeira. Para muitos dos bens produzidos no Brasil houve um produto similar concorrente ou um substituto próximo que era importado ou poderia ser importado. A âncora cambial possibilitou a queda brusca da inflação na reforma monetária de julho de 1994, quando a URV, um indexador “quase contemporâneo”, transformou-se em moeda, o real, catalisando a passagem para a estabilidade.

Segundo Sayad (1995: 15), “o sucesso de qualquer plano de estabilização depende da estabilização de um preço nominal relevante: salário ou câmbio”, o que foi verdadeiro no caso brasileiro, por conta da destruição do padrão monetário. O autor afirma a essencialidade da reinserção financeira dizendo que “só a solução da crise da dívida externa

permitiu a fixação bem-sucedida do câmbio em julho de 1994” (p. 15). O papel da reinserção financeira externa na estabilidade também é assinalado por Malan & Bonelli (1983) ao afirmarem que “o equilíbrio interno não pode ser restaurado – se é que algum dia pôde – porque esbarra na restrição externa” (p. 28).

Entretanto, o que garantiu a estabilidade foi a mudança na regra de fixação de preços derivada da maior contestação dos mercados. De acordo com o Boletim de Acompanhamento Macroeconômico do Ministério da Fazenda,<sup>11</sup> a abertura da economia “consolidou os preços internacionais como parâmetro na formação dos preços domésticos, aumentando a contestabilidade dos produtores de bens finais já estabelecidos”, sendo que o mesmo pode ser dito para as negociações com insumos, que também passaram a ser regidas pela mesma lógica, ou, conforme Oliveira (1996) salienta ao se referir a este mecanismo, que “a política econômica sinalizou de forma inequívoca para os agentes que o governo estaria acentuando a abertura como forma de combater a inflação” (p. 86).

Portanto, a manutenção da estabilidade é explicada pela maior contestabilidade dos mercados, a qual foi impulsionada pela abertura comercial. Esta última foi viabilizada pela reinserção financeira externa, que afrouxou, temporariamente, a restrição de divisas do balanço de pagamentos.

### **2.3 Finanças públicas**

A fragilização financeira do setor público na década de 80 derivou-se do formato das políticas de ajuste que visavam à geração e transferência financeira dos saldos comerciais para este mesmo setor. As políticas ativas de câmbio e juros impactavam diretamente os níveis inflacionários e por consequência a carga tributária bruta. Os juros reais incidiam sobre um crescente estoque da dívida interna, pois o saldo exportador pertencente ao setor privado era adquirido pelo setor público. A renúncia fiscal, que visava ao fomento das exportações, também incidia sobre as receitas. De acordo com Cruz (1995: 133), a “transferência interna de recursos não suscitaria maiores problemas desde que a estatização da dívida externa tivesse sido

---

11 Cf. *Boletim de Acompanhamento Macroeconômico* (p. 20, maio de 1999).



acompanhada por um processo redistributivo a favor do setor público”, ou seja, sem a contrapartida de uma elevação de receitas em face do aumento de custos, a falência do Estado já estava decretada.

No arcabouço teórico do Plano Real existe uma proposição básica de concepção ortodoxa que relaciona a auto-sustentabilidade do próprio plano à necessidade de um equilíbrio fiscal. A estabilidade de preços só seria garantida pelo equilíbrio fiscal, conforme pode ser verificado na exposição de motivos da URV, parágrafo 10: “neutralizada a principal causa da inflação, que era a desordem das contas públicas, a criação da URV proporcionou aos agentes uma fase de transição para a estabilidade de preços”, e também no parágrafo 27: “nosso país está mergulhado há muitos anos numa crise econômica crônica cuja raiz é fiscal, mas cuja expressão mais perversa é a inflação”.

Entretanto, há muito o governo vem tendo déficits fiscais (nominais) significativos sem comprometer a estabilidade da moeda. O equilíbrio fiscal não é uma condição necessária para a estabilidade (conforme foi discutido no item 2.2.), mas, contrariamente, o arranjo da reinserção financeira externa, que viabilizou a estabilidade de preços, provocou um desordenamento das finanças públicas.

O ano de 1998 fechou com uma necessidade de financiamento nominal para o setor público<sup>12</sup> de 8,03% do PIB, contra um superávit primário de 0,01% do PIB e conseqüentemente de gastos com juros de 8,04% do PIB. Desta forma, fica claro que o ajuste fiscal perseguido pelo governo nada mais é do que a busca por condições que garantam o pagamento de juros com equilíbrio nas contas públicas e assegurem uma opinião dos mercados favorável quanto à capacidade de financiamento do Estado.

O aumento da dependência externa provoca uma aceleração exponencial da dívida pública, por causa do processo de esterilização de divisas, pois a taxa de juros que incide sobre a dívida interna é muito superior à taxa de juros incidente sobre as reservas internacionais. Conforme bem analisou Braga (1995), o afluxo de capitais externos provocou movimentos compensatórios da política monetária e no “afã de esterilizar esta liquidez, os Bancos Centrais têm sido obrigados a lançar títulos da dívida pública em

---

12 Dados do *Boletim do Banco Central* (maio 1999, item IV.19).

condições desfavoráveis aos países, onerando com encargos financeiros os Tesouros Nacionais” (p. 599).

## 2.4 Setor produtivo

A abertura comercial aumentou a capacidade de importar máquinas e equipamentos. A maior concorrência forçou as empresas a promoverem uma reestruturação, visando à modernização de plantas produtivas, o que diminuiu o hiato tecnológico de produtos, processos (organizacionais) e de equipamentos, em relação às economias centrais. Tal movimento adquiriu dimensões revolucionárias. No setor de bens de capital, por exemplo, comparando 1990 com 1998, verifica-se um crescimento de 325% nas importações, com compras acumuladas na década de US\$ 130,8 bilhões, representando 38% do total das importações. Os ganhos de produtividade, a despeito da discussão sobre sua mensuração,<sup>13</sup> são uma *proxy* da medida da profunda mudança na base de competitividade dos setores industriais.

A liberalização comercial forçou um aumento da especialização entre os países. Uma nova divisão internacional do trabalho será a resultante deste processo. Para o Brasil, na opinião de vários autores,<sup>14</sup> este processo significou uma especialização regressiva. O argumento principal refere-se à perda de muitos elos da cadeia produtiva, em especial aqueles em que os produtos predominantes são de maior valor agregado.

A liberalização financeira e a maior competitividade fortaleceram o processo de fusões e aquisições no Brasil e no mundo. Portanto, é factível argumentar que a nova especialização acarretou o esvaziamento de algumas cadeias em âmbito global. No entanto, tal esvaziamento não implica necessariamente a deterioração das relações de troca, embora este processo tenha ocorrido em vários países da América Latina.<sup>15</sup>

É importante observar que a divisão de trabalho intrafirma também é cada vez maior. A nova estratégia de operação das empresas baseia-se na reconstituição da cadeia produtiva entre os países e nas margens de rentabilidade na própria cadeia.<sup>16</sup> Assiste-se a uma nova alocação das funções

---

13 Por exemplo, a discussão em torno de ganhos espúrios com a terceirização.

14 Como Coutinho (1997) e Bielschowsky & Stumpo (1996).

15 Ver Frenkel et al. (s.d.) e Bielschowsky & Stumpo (1995).

16 Para esta discussão ver Furtado (1999).

corporativas com a imobilização do capital nos segmentos mais rentáveis da cadeia produtiva de uma determinada firma. Para os países em desenvolvimento isto significa que o IED não pode mais ser entendido com a referência anterior, ou seja, não possui mais os mesmos efeitos de encadeamento sobre a estrutura produtiva como no processo de industrialização brasileiro. A globalização do capital produtivo implica a constituição de redes de fornecedores mundiais, proporcionando às empresas que possuem custos intangíveis relativamente mais altos, que aumentem sua capacidade de deslocamento entre os países.

A recente onda de investimentos, com a entrada de novos atores no mercado brasileiro, sugere um reposicionamento favorável do nosso país dentro do Mercosul, mesmo levando-se em conta a nova referência do IED. Portanto a qualidade da nossa inserção externa pode ter melhorado com a reestruturação produtiva.

O trabalho de Laplane & Sarti (1997), entretanto, mostra que o mercado brasileiro foi o determinante de grande parte das decisões de investimento. Porém, não se pode afirmar aprioristicamente que “não há evidências de que as restrições externas ao crescimento, em especial o déficit na balança comercial, serão deslocadas ou reduzidas pelos atuais investimentos”<sup>17</sup> pois o IED pode ser responsável por uma economia de divisas se substituírem importações, ou por uma elevação das exportações, se as oportunidades do mercado interno se estreitarem com o aumento da concorrência, mesmo a despeito do fato de que “os projetos atuais de investimento apresentam baixos coeficientes de capital e de emprego e elevados coeficientes de importação” (Laplane & Sarti, 1998: 239).

Embora alguns autores tenham mostrado que ocorreu uma especialização regressiva nos países mais relevantes da América Latina,<sup>18</sup> esta tese ainda demanda mais tempo para ser confirmada no caso brasileiro, em função da nova divisão internacional do trabalho que está em curso. Apesar de as empresas transnacionais centralizarem cada vez mais suas atividades corporativas, desfazendo-se de suas operações com menor valor

---

17 Cf. (Laplane & Sarti, 1998: 239).

18 Cf. Bielschowsky & Stumpo (1995).

adicionado, o Brasil ainda representa, em termos de logística e de estratégia, um mercado que deve servir de base para o abastecimento do Mercosul.<sup>19</sup>

Usa-se a mudança nos coeficientes de importação, em especial a do setor de bens de capital, para se argumentar em favor desta tese e defender a idéia de que setores inteiros da cadeia produtiva foram destruídos, o que não é legítimo. O próprio significado da abertura comercial, do ponto de vista macroeconômico, é o aumento do coeficiente de importação na economia. O fato relevante é que a indústria está inequivocamente mais concentrada e especializada, dentro de um processo, incompleto, de fusões e aquisições, as quais ocorrem tanto para grupos internacionais como nacionais, dentro e fora do mercado nacional.

### 3 Impactos da desvalorização cambial

A desvalorização cambial representava para muitos economistas a saída da “armadilha”, ou seja, a possibilidade de estabelecer um novo arranjo para a reinserção externa. Este arranjo estaria baseado em melhores resultados na balança comercial, os quais diminuiriam a necessidade de divisas e tornariam a economia brasileira menos dependente do financiamento externo. Entretanto, a opinião prevalecente era de que a desvalorização do câmbio poderia resultar no rompimento da estabilidade de preços, o que representava um obstáculo à efetivação desta medida.

O objetivo deste item é examinar, de uma forma geral e sucinta, quais poderiam ser os efeitos da desvalorização do Real, iniciada com a mudança da política cambial em 13 de janeiro de 1999, sobre as variáveis examinadas no item 2 e verificar a consistência dos argumentos explicitados acima. Vale

---

19 Os espaços abertos na América Latina podem ser ocupados pelo Brasil no processo de redivisão internacional do trabalho, por exemplo, Bielschowsky & Stumpo (1995: 153), citam o caso da Argentina, onde quase todas as montadoras deixaram o país: “*En la metalmecánica, abandonaron el país, por ejemplo, General Motors, Citroen, Fiat, Peugeot, DKW, MSD, Olivetti y Chrysler, y se redujeron buena parte de las demás, como Massey-Ferguson, John Deere, Torri, General Electric y Brown Boveri.*” E mais adiante: “*También se retiraron varias Ets del sector farmacéutico, como Squibb, Lilly, SKF, Upjohn y Abbot.*” (Grifo meu). No caso brasileiro a situação é inversa, por exemplo, com relação à indústria automobilística, Laplane & Sarti (1998), afirmam que: “**No Brasil, há atualmente cinco montadoras de automóveis: Fiat, Ford, General Motors, Volkswagen e a recém chegada Honda. Além destas empresas, anunciaram projetos (ou intenções) de investimento: o grupo Kia-Asia Motors, BMW, Hyundai, PSA (Peugeot e Citroen), Renault, Chrysler, Mitsubishi, Suzuki e Subaru. Dentre as empresas entrantes, o maior projeto será o da Renault, seguido pela subsidiária Audi do grupo Volkswagen e o da fábrica de automóveis da Mercedes-Benz.**” (Grifo meu).

a pena ressaltar que não se deseja analisar os impactos da mudança dos regimes de câmbio, do administrado com desvalorizações anuais programadas (em torno de 7% a.a.) para um regime de câmbio flexível com *dirty floating*.

A principal suposição para esta análise é que o contexto internacional não irá se alterar significativamente no curto prazo, o que permite presumir que não haverá novas turbulências na política cambial e monetária. Portanto, as considerações gerais descritas no item 1 continuam sendo válidas. É importante frisar que o risco da desaceleração da economia americana, em função do comportamento do mercado acionário e das taxas de inflação, relacionadas com uma possível mudança na política monetária do Banco Central Americano (*Fed*), poderia não corroborar esta suposição. Deriva-se desta idéia que haverá um *soft landing*, ou seja, existirá tempo para que a economia americana recupere-se dos seus déficits comerciais sem uma queda expressiva da renda e que ocorrerá uma correção gradual no preço dos ativos.

Ainda pressupõe-se que as condições de financiamento e o estado das expectativas será tal que as oscilações da taxa de câmbio, derivadas de comportamentos especulativos e possibilitadas pela nova política de câmbio flexível, serão acomodadas de forma a não comprometerem a desvalorização. Ou seja, apesar da apreciação nominal ocorrida até meados de 1999, ter revertido a ultrapassagem (*overshooting*), considera-se que a taxa de câmbio nominal irá flutuar dentro de uma faixa relativamente estreita, tendo em vista o comportamento dos preços descrito no item 3.2. Assume-se como mais provável, dadas as necessidades de divisas projetadas para 1999 e o comportamento das variáveis macroeconômicas, uma tendência de depreciação da taxa de câmbio, porém sem mudanças bruscas.

### **3.1 Balanço de pagamentos**

Optou-se por não analisar a balança de serviços já que as tendências descritas no item 2.1.2 permanecem, à exceção dos gastos com transportes que diminuem por causa da retração do comércio de bens e da diminuição das despesas com passagens aéreas internacionais.

Realiza-se uma análise das transformações sobre a estrutura produtiva que podem derivar da mudança no câmbio, para verificar quais os

possíveis efeitos sobre as necessidades de financiamento do balanço de pagamentos.

### 3.1.1 Balança comercial

A balança comercial é a variável fundamental para se analisarem os efeitos da reestruturação produtiva que esteve em curso durante a década de 90 e da mudança dos preços relativos a partir de janeiro.

Os cenários sobre o comportamento do saldo comercial brasileiro não são favoráveis para 1999. De acordo com as previsões do FMI,<sup>20</sup> o crescimento da economia mundial e do comércio mundial de bens deve ser modesto. Os preços das *commodities* internacionais são cadentes, embora as estimativas para o ano 2000 sejam favoráveis. Não obstante tal cenário, a mudança da taxa de câmbio real provocou a reversão da tendência do saldo da balança comercial.

As importações no primeiro trimestre de 1999 caíram 21,1% em relação a igual período do ano anterior. As exportações também declinaram, porém num nível menor, 15,6%. Apesar do impacto favorável da desvalorização sobre os preços relativos, cabe ressaltar que houve uma deterioração dos termos de troca da economia brasileira, que se reduziram 17,1% em relação ao primeiro quadrimestre de 1998.<sup>21</sup> A melhoria do saldo comercial também está relacionada com a queda do nível de atividades. Entretanto o decréscimo do PIB foi de 0,99% em relação ao primeiro trimestre de 1998,<sup>22</sup> enquanto a queda no comércio exterior foi de uma ordem muito superior em relação ao mesmo período, indicando que outros fatores também são importantes para explicar os maus resultados do comércio exterior.<sup>23</sup>

Avaliar até que ponto os efeitos da desvalorização se refletirão em números no saldo da balança comercial é uma tarefa que demanda mais informações do que as disponíveis. As razões arroladas para que não se espere uma resposta tão favorável no curto prazo referem-se a alguns dos

---

20 Publicadas no relatório *World Economic Outlook*, citado no *Boletim de Acompanhamento Macroeconômico* (1999).

21 Cf. *Boletim de Acompanhamento Macroeconômico* (1999: 40, tabela I.1).

22 Ver *Boletim de Acompanhamento Macroeconômico* (1999: 34).

23 Como por exemplo a incerteza quanto ao nível da taxa de câmbio que explica uma certa inércia do comércio exterior.

efeitos da abertura sobre a estrutura produtiva analisados no item 2.4, em especial a maior dependência de insumos estrangeiros.

As importações reagem mais rapidamente à mudança na taxa de câmbio, embora o processo de substituição de importações também demande tempo de resposta dos produtores nacionais. Por exemplo, em termos do processo de substituição de importações já se observa, ainda que timidamente, a reativação da produção de bens de capital<sup>24</sup> que é liderada pelos setores de infra-estrutura e de bens agrícolas.

O estabelecimento de contratos de fornecimento também engessa o nível das compras internas por um determinado período.

O adensamento da cadeia produtiva torna-se factível com o aumento da rentabilidade relativa dos setores de bens comercializáveis, que incita decisões de investimento.<sup>25</sup> O coeficiente de nacionalização dos bens produzidos no Brasil deve aumentar no curto prazo pela existência de capacidade ociosa. A capacidade instalada utilizada na indústria de transformação em fevereiro foi de 74,97%,<sup>26</sup> mostrando que existe algum espaço para a melhoria do comércio exterior sem a necessidade de grandes restrições ao crescimento do PIB, no curto prazo. Cabe salientar, entretanto, que o *trade off* dependerá da medida das elasticidades-renda e preço da demanda por importações do Brasil, e das exportações para o resto do mundo. A mudança estrutural ocorrida após a abertura será testada pelo comportamento das elasticidades-renda da demanda por importações e exportações ao aumento da renda interna e do resto do mundo, respectivamente. A alteração da política cambial após janeiro de 1999 testará o comportamento das elasticidades-preço da demanda por exportações e importações. Deve ser lembrado que o aumento das exportações depende amplamente da evolução do cenário externo e, igualmente, do tempo de resposta dos produtores internos ao câmbio favorável.

Entretanto, um aperto mais forte da liquidez pode engendrar a necessidade de um ajuste da economia, dado o nível de vulnerabilidade externa alcançado pelo país por causa da sua reinserção financeira externa. Permanecendo o atual nível de abertura comercial, parece plausível dizer, tendo em vista a análise realizada ao longo do texto, que se tornaria

---

24 Cf. *Boletim de Acompanhamento Macroeconômico* (1999: 6).

25 As condições para o investimento ainda não são favoráveis, mas sem mudanças abruptas no mercado externo pode-se delinear um cenário de reversão destas condições, conforme discutido no item 3.

26 Dados da CNI, extraídos do *Boletim do Banco Central* (Capítulo I-3, maio 1999).

necessária uma queda muito alta do PIB para promover significativos saldos comerciais positivos.

### 3.1.2 Capitais

A esperada reversão do saldo do comércio exterior em 1999 é acompanhada de uma menor necessidade de recursos externos quando comparada com o cenário pré-mudança cambial. Entretanto, a necessidade de divisas permanece muito alta, mesmo apesar do IED<sup>27</sup> mais do que compensar o saldo negativo de transações correntes até maio do presente ano.

Porém, na medida em que o ingresso de capitais permite equilibrar o balanço de pagamentos e a inflação se estabelece em níveis baixos, a mudança cambial abre mais espaços para a redução das taxas de juros, até o piso dado pelo cupom cambial.

A percepção dos agentes quanto ao risco Brasil deve melhorar à medida que a balança comercial tenha resultados mais robustos e que o esforço do setor público na redução do déficit nominal, pelo aumento do superávit primário, se consolide na opinião dos mercados de forma favorável. A melhoria no estado das expectativas reduzirá o custo Brasil e, concomitantemente, o cupom cambial.

A redução dos juros, pela melhoria das expectativas, pode ensejar um aumento do nível de atividades que, para permanecer crível, deverá estar acompanhado de um resultado positivo na balança comercial. Mesmo que este não seja suficiente para equilibrar a balança de transações correntes, ele influenciará decisivamente nas expectativas dos agentes com relação aos fundamentos da economia. Entretanto a desconhecida medida do *trade off* entre crescimento e saldo comercial,<sup>28</sup> ou seja, a medida das elasticidades-renda da demanda por exportações e importações, revela um risco considerável para a auto-sustentabilidade do crescimento.

Os recursos do FMI cumprem um papel importante na medida em que refletem custos mais baixos de captação para o financiamento do balanço de pagamentos, além de influenciar as expectativas dos agentes, pois um dos

---

27 Aproximadamente metade do IED no ano corresponde ao pagamento do processo de privatizações. Cf. Investimentos diretos financiam 90% do déficit (*Gazeta Mercantil*, 18 maio 1999).

28 Uma discussão completa sobre crescimento com restrição de divisas pode ser encontrada em McCombie & Thirwall (1994).



papéis do Fundo é o de avaliar as políticas nacionais para os inversionistas estrangeiros e garantir o retorno de seus investimentos.

### **3.2 Nível de preços internos e setor produtivo**

Por causa das mudanças estruturais arroladas no item 2.2, aliadas com o menor crescimento da massa salarial derivada do grande desemprego, que é estrutural (reestruturação dos setores privado e público) e conjuntural (redução do nível de atividades), a inflação deve permanecer baixa mesmo com o impacto da desvalorização.

A ruptura da âncora cambial, ao contrário de muitas opiniões divergentes, não significou a desestruturação do sistema de preços, que continuou a ser um sistema de informações estável para os agentes, consolidando o nível de (in)certeza da economia. Opiniões até mesmo de críticos do câmbio fixo – como Tavares (1997), a qual afirmava que “o período de duração deste tipo de plano depende da velocidade de deterioração das contas externas e das contas fiscais e o ‘alerta vermelho’ surge sempre quando aparece a expectativa de forte desvalorização cambial, que torna o plano insustentável” – eram dominantes, principalmente dentro do governo, que estendeu o arranjo até a crise cambial imposta pelo mercado. O equívoco da maioria dos economistas foi supor como necessária a manutenção da âncora cambial para que o sistema de preços continuasse funcionando sem distúrbios.

#### **3.2.1 A relação câmbio – salários**

A relação entre câmbio e salários garante a maior competitividade dos bens produzidos nacionalmente por causa do ajuste estrutural que está ocorrendo no mercado de trabalho, principalmente depois da desvalorização cambial.

A desindexação, a partir de 1995, foi responsável pelo rompimento dos mecanismos realimentadores de preços, mas afetou primordialmente os contratos salariais. A desvalorização, conforme discutido anteriormente, provocou uma mudança entre preços relativos. O INPC acumulado do primeiro trimestre registrou alta de 3,25%, enquanto o IPA aumentou

11,38%.<sup>29</sup> A partir de abril as taxas convergem para níveis próximos reforçando a idéia de que o impacto da desvalorização cambial sobre o sistema de preços promoveu, fundamentalmente, um rearranjo dos preços entre bens comercializáveis e não comercializáveis.

O aumento de preços dos bens comercializáveis, provocado pela mudança do câmbio, tem um efeito direto sobre as receitas das empresas. Os custos salariais, por sua vez, não são impactados pela desvalorização, uma vez que a desindexação dos salários não permite o repasse da inflação. O grande desemprego mina a capacidade de resistência dos trabalhadores, até mesmo dos sindicatos mais fortes. Na verdade, o ajuste vem ocorrendo desde 1995, a partir da última rodada de dissídios das categorias, antes da medida provisória da desindexação. Além disso, como boa parte dos insumos dos bens comercializáveis é formada por bens não comercializáveis, a mudança nos preços relativos também não altera outros custos de produção. Estes elementos garantem a melhora da rentabilidade da indústria deste tipo de bem.

Vale a pena ressaltar que outra implicação da mudança da relação câmbio – salários é a diminuição do poder de compra dos salários em relação aos bens comercializáveis. Na medida em que os preços destes bens aumentam em moeda local e os salários permanecem constantes, a demanda torna-se menor, reduzindo importações e tornando mais difícil a realização da produção dos bens exportáveis no mercado interno.

### **3.3 Finanças públicas**

O aumento da quantidade de títulos lastreados em dólares nos últimos anos derivou-se da junção da demanda do setor privado por proteção, já que estava altamente endividado em moeda estrangeira, e da oferta do setor público, que emitiu estes títulos para formar expectativas de comprometimento com a manutenção da política cambial.

Após a desvalorização, a proteção feita contra o setor público significou um aumento substantivo dos gastos do governo, através da elevação dos valores a serem pagos por estes títulos.

---

<sup>29</sup> A mudança de preços dos bens não comercializáveis é mais fortemente captada pelo INPC (Índice Nacional de Preços ao Consumidor) do que pelo IPA (Índice de Preços por Atacado) que é mais sensível ao impacto da variação dos comercializáveis.

Ademais, a dívida externa do setor público aumenta quando contabilizada em moeda nacional. A lógica para obtenção de divisas da década de 80 continua válida, pois o setor público não gera excedentes em moeda estrangeira, a não ser pelas aplicações das reservas internacionais.

Entretanto, a redução dos juros nominais aliada a uma taxa de inflação maior do que aquela que haveria sem a desvalorização, diminui os gastos com os juros reais que incidem sobre o estoque da dívida interna. O afrouxamento da política monetária também permitirá uma melhora no nível de atividades, que tem um reflexo positivo sobre a carga tributária.

Com a crise russa e a crise cambial brasileira houve um aumento da incerteza que repercutiu na avaliação negativa das agências avaliadoras de risco e no concomitante aumento dos spreads, processo que se espera dirimir com as mudanças das expectativas.

## **Conclusão**

A premissa adotada possibilitou afirmar que a absorção de capitais externos estava inserida no contexto mais amplo de uma estratégia de política econômica nacional, derivada de uma decisão autônoma, fundamentada no financiamento internacional.

O trabalho objetivou realizar uma análise sucinta da década de 90 e um esforço de síntese da década de 80, ressaltando a principal diferença entre elas, ou seja, o afrouxamento da restrição externa. Nos anos 90 o artigo enfatizou o período do Plano Real, cuja origem é prévia ao ano de 1994. O contexto interno, antes de 1993, estava indefinido no campo político e, por conseguinte, na política econômica.

A reinserção financeira externa, uma política deliberada, provocou e viabilizou as mudanças na década de 90, principalmente a partir do Plano Real. A restrição externa foi abrandada pela alta liquidez internacional, cuja explicação está relacionada a uma combinação de fatores como a alta liquidez, o crescente estoque de riqueza financeira e o movimento de capitais.

A estabilidade de preços, comumente aludida como o maior ganho deste plano, derivou-se da maior contestação dos mercados provocada pela abertura comercial. O acirramento da competição aliado com a menor incerteza quanto à política econômica, provocou a mudança na regra de fixação de preços dos agentes. O câmbio fixo e a reforma monetária foram

necessários no início do plano para estabelecer um novo padrão de referência e consolidar as expectativas. A URV catalisou e racionalizou o alinhamento de preços relativos, referendando a passagem para a estabilidade.

O arranjo que proporcionou a maior contestabilidade dos mercados, o enxugamento e a modernização do setor produtivo, provocou um desordenamento das contas públicas e das contas externas.

A comparação feita com a década de 80 também reforçou a idéia de que o retorno ao financiamento internacional possibilitou a efetividade das mudanças arquitetadas no Plano Real.

A desvalorização cambial de janeiro de 1999 desafoga as contas externas pela reversão da tendência do saldo da balança comercial, mas o ajuste modernizante ocorrido é que testará a capacidade potencial de crescimento auto-sustentado. A nova medida das elasticidades-renda da demanda por exportações e importações, derivada deste ajuste, mostrará o tamanho do *trade off* entre crescimento e saldo comercial, dado o nível de abertura comercial, que é maior que o da década de 80.

Conclui-se, então, que a palavra “âncora” expressa os verdadeiros significados da reinserção financeira externa. Contudo, o único sentido inequivocamente definido, conforme depreende-se dos argumentos desenvolvidos no texto, é o de proteger, amparar, arrimar e abrigar as mudanças da década de 90.

Entretanto, também demonstrou-se que não há certeza quanto à escolha das outras acepções explicitadas na epígrafe, para a caracterização de um sinônimo da reinserção financeira externa.

É possível dizer que a palavra “âncora” pode ser usada em seu sentido simbólico de esperança, já que a mudança da qualidade da inserção competitiva brasileira, que ainda está em curso, pode significar a possibilidade de conciliar crescimento, estabilidade e modernização.

Por outro lado, âncora também seria usada num sentido inverso, na medida em que o Brasil pode ficar ancorado no fundeadouro dos países de crescimento medíocre, através do amplo desarranjo das contas externas e públicas.

Portanto, a dúvida remanescente diz respeito à acepção desta palavra que complete o seu significado como um sinônimo da reinserção, ou seja, se podemos dizer que ela representa uma esperança ou se é um peso que nos levará ao fundeadouro. O artigo pretendeu demonstrar que há elementos que justificam a incerteza na escolha de qualquer uma das duas acepções.

Enquanto não há consenso, nem se espera haver, a resposta deve vir da análise crítica do leitor. Entretanto, ao mostrar o caráter radicalmente ambíguo que a reinserção financeira externa representa ao país, pretende-se colocar, finalmente, que, a despeito de ser arrimo, esperança ou peso, a maior advertência sobre esta estratégia de política econômica é o grande risco que ela acarreta. O aumento da dependência externa implica uma maior vulnerabilidade às condições exógenas e à condicionalidade na condução da política econômica nacional, ou como Coutinho & Belluzzo (1996) afirmaram,

“Se alguma lição pode ser extraída da chamada década perdida, ela tem a ver com as conseqüências funestas de se tornar a economia excessivamente dependente do financiamento externo” (p. 140).

### **Bibliografia**

- BATISTA JÚNIOR, P. N. Formação de capital e transferência de recursos ao exterior. *Revista de Economia Política*, v. 7, n. 1, jan./mar. 1987.
- BIELSCHOWSKY, R., STUMPO, G. A internacionalização da indústria brasileira: números e reflexões depois de alguns anos de abertura. In: BAUMANN, R. (Org.). *O Brasil e a economia global*. Rio de Janeiro: Campus, 1996.
- \_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_. Empresas transnacionais y cambios estructurales en la industria de Argentina, Brasil Chile e México. *Revista de la Cepal*, n. 55, abr. 1995.
- BOLETIM de Acompanhamento Macroeconômico. Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda. Maio 1999.
- BOLETIM do Banco Central. Maio 1999. (Disponível na Internet).
- BRAGA, J.C. et al. A instabilidade das finanças públicas na América Latina. *Ensaio FEE*, v.16, n. 2, 1995.
- CARNEIRO, R. M. *Crise, estagnação e hiperinflação* (A economia brasileira nos anos 80). Campinas: UNICAMP. IE, 1991. (Tese, Doutorado).
- CASTRO, A. B., SOUZA, F. E. P. O saldo e a dívida. *Revista de Economia Política*, v. 8, n. 2, 1988.
- COUTINHO, L. A especialização regressiva: um balanço do desempenho industrial pós-estabilização. In: VELLOSO, J. P. R. (Org.). *Brasil: desafios de um país em transformação*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1997.

- COUTINHO, L., BELLUZO, L. G. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, dez. 1996.
- CRUZ, P. D. Endividamento externo e transferência de recursos reais ao exterior: os setores público e privado na crise dos anos 80. *Nova Economia*, v. 4, n. 1, ago. 1995.
- EXPOSIÇÃO de Motivos da URV, medida provisória para a introdução da nova moeda, de 30 de Junho de 1994.
- FRANCO, G. H. B. A inserção externa e o desenvolvimento. *Revista de Economia Política*, v. 18, n. 3, jul./set. 1998.
- FRENKEL, R. Decisiones de precio en alta inflación. *Estudios CEDES*, p. 299, 1979.
- \_\_\_\_\_ et al. De México a México: el desempeño de América Latina en los 90. *Revista de Economía Política*, [s.n.t.].
- FURTADO, J. Mundialização, reestruturação e competitividade. *Novos Estudos CEBRAP*, São Paulo, n. 53, mar. 1999.
- LAPLANE, M., SARTI, F. Investimento direto estrangeiro e a retomada do crescimento sustentado nos anos 90. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 8, jun. 1997.
- \_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_. Novo ciclo de investimentos e especialização. In: VELLOSO, J. P. R. (Org.). *Brasil: desafios de um país em transformação*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1998.
- MALAN, P. S., BONELLI R. *Crescimento econômico, industrialização e balanço de pagamentos: o Brasil dos anos 70 aos anos 80*. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1983. (Texto para Discussão, n. 60):
- McCOMBIE, J. S. L. THIRWALL, A. P. *Economic growth and the balance-of-payments constraint*. London: St.Martin's Press, 1994.
- OLIVEIRA, G. *Brasil Real*. São Paulo: Mandarim, 1996.
- SAYAD, J. Observações sobre o plano Real. *Estudos Econômicos*, v. 25, n. especial, 1995.
- TAVARES, M. C. A economia política do Real. In: MERCADANTE, A. (Org.). *O Brasil pós-Real*. Campinas: UNICAMP. IE, 1997.