

# Dependência sem desenvolvimento: o programa de estabilização com âncora cambial

---

*Marcos Antonio Macedo Cintra\**

**A**s crises monetárias, financeiras e cambiais do México (1995), dos países do Sudeste Asiático (1997-98) e da Rússia e da Venezuela (1998) revelam o processo comum subjacente à instabilidade econômico-financeira nos países periféricos, chamados de emergentes (CHESNAIS, 1998). Todos esses países efetuaram liberalização da conta de capitais e desregulamentação financeira, ficando submetidos ao despotismo dos mercados financeiros nacionais e internacionais e a temores quanto a fugas de capitais, ameaças de colapsos financeiros e ataques especulativos contra as moedas. Em todos os episódios, a instabilidade cambial iniciou-se com um aumento significativo dos influxos de capitais, seguido por uma abrupta perda de divisas. Os fluxos líquidos de capitais privados para as economias emergentes caíram vertiginosamente, de US\$ 260 bilhões em 1997 para US\$ 152 bilhões em 1998, registrando, portanto, uma queda de 41%, segundo o International Institute of Finance (IIF). Os fluxos líquidos, em 1998, foram menos da metade do nível recorde de US\$ 327 bilhões em 1996. As cinco economias mais afetadas pela crise financeira da Ásia — Indonésia, Malásia, Filipinas, Coreia do Sul e Tailândia — receberam um volume de investimentos líquidos de capital de US\$ 103 bilhões em 1996, tiveram uma fuga líquida de capitais de US\$ 1 bilhão em 1997, e a fuga alcançou US\$ 28 bilhões em 1998. A entrada líquida de capitais privados na América Latina retrocedeu de US\$ 106 bilhões em 1997 para US\$ 88 bilhões em 1998. O ingresso de recursos nas economias emergentes européias caiu de US\$ 69 bilhões para US\$ 41 bilhões.

Dentro das regras e práticas monetárias e financeiras atuais, em condições de estabilidade cambial (leia-se, âncora cambial), emprestadores e tomadores costumam ser mais negligentes em relação ao risco, o que explica a

---

\* Doutor pelo Instituto de Economia da Unicamp e Pesquisador da Diretoria de Economia do Setor Público da Fundap. O autor agradece a Omar Ribeiro Thomaz, Álvaro A. Comin, Carlos Eduardo Cavalcanti e José Carlos de Souza Braga pelos comentários.

elevação progressiva dos influxos de capitais para as economias emergentes. Por sua vez, os fluxos de capitais reforçam as expectativas de estabilidade cambial, atraindo grandes volumes de capitais para as Bolsas de Valores, aplicações em renda fixa e compra de ativos reais. Com o influxo de capitais, a taxa de câmbio tende a se valorizar, e a taxa de juros, a se elevar, pois inclui um “prêmio de risco” que corresponde à expectativa de desvalorização da taxa de câmbio. Tal combinação estimula o endividamento externo dos agentes domésticos — bancos e grandes empresas — que tomam decisões de alavancar créditos (e repassá-los, no caso dos bancos) nas moedas subvalorizadas, com taxas de juros menores. Assim, em contexto de diferenciais de juros entre os mercados financeiros nacionais, as arbitragens entre taxas de juros tendem a auto-reforçar-se e não a homogeneizar as diferenças entre as diversas praças. As contínuas entradas de capitais com base nos diferenciais de rentabilidade amplificam a valorização da moeda local, realimentando os influxos e ampliando os passivos externos. A elevação das reservas internacionais proporciona uma impressão de lastro forte à inserção internacional (com endividamento externo) e, conseqüentemente, fornece a credibilidade necessária à taxa de câmbio vigente. Entretanto a esterilização das divisas, isto é, a troca de moedas estrangeiras por títulos públicos denominados em moeda nacional e/ou em dólar, amplia a dívida pública interna e pressiona a taxa de juros nos mercados monetários domésticos, reforçando o diferencial de juros e atraindo mais fluxos de capitais em busca de arbitragens altamente rentáveis. Dessa forma, a despeito das especificidades características de cada país, a mobilidade dos fluxos de capitais resultou, na Ásia, na América Latina e na Europa Oriental, em uma conjunção intertemporalmente insustentável de valorização cambial, elevação da dívida externa privada e da dívida pública interna, que desembocaram em crises cambiais, fragilidade dos sistemas financeiros e falta de liquidez nos mercados domésticos. Portanto, as sucessivas ondas de turbulência financeira que assolaram os países emergentes estão associadas à instabilidade intrínseca dos mercados de capitais internacionalizados e desregulamentados.

Foi a esse padrão de fluxos de capitais voláteis predominante nos mercados financeiros globalizados, sujeitos às turbulências nos mercados de ativos e de câmbio, que as elites dirigentes engataram a economia brasileira. Desde o início, o Governo do Presidente Fernando Henrique Cardoso tomou o partido da internacionalização e apostou que a oportunidade histórica do País estaria na adesão à onda de reformas liberalizantes que varreu o mundo a partir do início dos anos 80. O processo de modernização da economia passava pela reinserção do Brasil no circuito do capital mundializado, dado que não haveria alternativa à integração subordinada do País ao processo de reestruturação capitalista, salvo a marginalização e a miséria.

Essa estratégia adotada pelas elites dirigentes levou ao paroxismo o processo de “desenvolvimento dependente e associado” identificado pelo Professor Fernando Henrique Cardoso entre o final dos anos 60 e meados dos anos 70, segundo o qual a burguesia brasileira já havia renunciado a qualquer intenção de liderar o desenvolvimento do capitalismo brasileiro. O desenvolvimento econômico e social havia ocorrido com a participação do capital estrangeiro e das empresas estatais. Nas condições contemporâneas, o crescimento somente poderia ocorrer aprofundando a associação aos mercados globalizados e desregulamentados, capazes de proceder a uma eficiente e equilibrada alocação de recursos provenientes dos investidores privados, sobretudo dos internacionais.

O modelo de reestruturação, a chamada “integração competitiva” sustentada por uma taxa de câmbio real, continha, fundamentalmente, três pressupostos: a estabilidade de preços domésticos favoreceria o cálculo econômico de longo prazo e estimularia o investimento privado nacional; diante das novas oportunidades de negócios, o investimento estrangeiro direto também seria ampliado; conseqüentemente, a economia apresentaria aumentos expressivos de produtividade, ganhando competitividade nos mercados externos (FRANCO, 1998). O estreitamento de relações entre as firmas operando no Brasil e a rede produtiva internacional responderia pelo aporte de inovações tecnológicas, por bens de capital e insumos e por maiores oportunidades de comércio e investimento, com ganhos de produtividade e reduções de custos operacionais e financeiros. Essa estratégia possibilitaria a expansão das exportações e restauraria o desequilíbrio comercial, considerado como “temporário”. Na verdade, o déficit externo inicial seria um fator de renovação da economia, financiável pelo capital externo. Por sua vez, a rigidez cambial e as taxas de juros elevadas teriam um impacto fiscal negativo, mas também de natureza transitória. As diferentes reformas do setor público, com privatizações e reduções nas necessidades de financiamento, acrescidas da expansão do setor privado modernizado, gerariam uma base de arrecadação ampliada capaz de permitir o resgate da dívida pública.

Todavia a abertura comercial associada à valorização da taxa de câmbio e às altas taxas de juros que prevaleceram desde o início do Plano Real inibiram o espírito empreendedor dos empresários nacionais. A entrada de investidores estrangeiros esteve relacionada com a grande oferta de fundos líquidos na economia mundial à procura de oportunidades lucrativas.<sup>1</sup> O volume de investimen-

---

<sup>1</sup> Em alguns casos, como no das montadoras automobilísticas, a entrada de investimentos estrangeiros relacionou-se também com os incentivos fiscais concedidos pelos governos estaduais, mediante a “guerra fiscal” (PRADO, CAVALCANTI, 1998).

tos diretos estrangeiros expandiu-se de forma espetacular. Em 1998, o País recebeu US\$ 23,7 bilhões, sendo que havia recebido apenas US\$ 1,7 bilhão em 1994 (Tabela 1).<sup>2</sup> Porém grande parte desses recursos — ávidos por elevados e rápidos resultados — foi para as privatizações; outra fração importante foi para comprar empresas privadas brasileiras. Foram, portanto, aquisições de empresas já existentes, meras transferências de propriedade. O restante foi investido em multinacionais já instaladas no País. Apenas uma pequena quantia do total das entradas representou criação de nova capacidade produtiva (Tabela 2). Essa transferência de propriedade de ativos nacionais — setores público e privado — para estrangeiros teve pouca influência positiva sobre o investimento, a renda e o emprego. Assistimos, fundamentalmente, a um miniciclo de modernização em 1995-97, mas não ao equacionamento do processo de crescimento interno e do desequilíbrio externo (BIELSCHOWISK coord., 1998; LAPLANE, SARTI, 1997). Ocorreu uma especialização industrial, com as seguintes características: redução do valor agregado em todas as cadeias industriais complexas; forte ocupação do mercado de bens finais por produtos importados; eliminação da produção de especialidades na área química, petroquímica, componentes e bens de capitais; perda de rentabilidade em setores competitivos de grande escala (papel e celulose, siderurgia, etc.), dificultando a sofisticação das linhas de produção. Além disso, a “integração competitiva” concentrou os investimentos nos setores duráveis e não duráveis e voltados ao mercado interno, com acentuada importação de equipamentos e componentes. Mais da metade dos investimentos estrangeiros foi direcionada para indústrias voltadas principalmente para o mercado interno: montadoras de veículos (25,3%), fábricas de eletrodomésticos (12,7%), indústria química e farmacêutica (19,0%). Dessa forma, o crescimento industrial passou a responder pela intensificação dos desequilíbrios comerciais, e a “confiança” dos agentes econômicos na capacidade do parque produtivo brasileiro de gerar os excedentes cambiais necessários à cobertura do déficit nas transações correntes foi sendo minada.

No setor financeiro, também houve um aprofundamento da internacionalização, sobretudo pela aquisição e/ou ampliação da participação acionária estrangeira em bancos nacionais. A participação do segmento estrangeiro nos ativos totais do sistema bancário privado saltou de 21% em junho de 1995 para

---

<sup>2</sup> Entre os investimentos estrangeiros diretos efetuados em 1998, sobressai que US\$ 6,1 bilhões foram destinados às privatizações: US\$ 5,5 bilhões para o setor financeiro, em operações de fusões e/ou aquisições de bancos; US\$ 3,6 bilhões para a indústria; e US\$ 2 bilhões para o comércio.

30% em junho de 1997. Em relação aos ativos totais do setor bancário nacional, os estrangeiros ampliaram sua participação de 10% para 15% no mesmo período. Tendência semelhante foi observada nas operações de crédito e nos depósitos totais (FREITAS, 1998).

Tabela 1

## Movimento de capitais no Brasil — 1993-98

a) 1993-96

DISCRIMINAÇÃO	(US\$ milhões)			
	1993	1994	1995	1996
<b>MOVIMENTO DE CAPITALIS</b>				
<b>LÍQUIDOS</b>				
IEP (1)	9 127	9 936	11 578	28 230
IED (2)	6 650	7 280	2 294	6 039
Empréstimos em moeda	374	1 734	3 615	9 124
Outras contas	5 288	3 534	8 382	13 437
	-3 185	-2 612	-2 713	-370
<b>INGRESSOS = CAPTAÇÃO</b>	29 227	40 923	49 236	64 885
IEP (1)	15 352	25 142	24 838	26 077
IED (2)	954	2 352	4 778	9 644
IEP + IED	16 306	27 494	29 616	35 721
Empréstimos em moeda (3)	9 726	9 785	13 292	20 975
Outras contas (4)	3 195	3 644	6 328	8 189
<b>SAÍDAS = RETORNO</b>	20 100	30 987	37 658	36 655
IEP (1)	8 702	17 862	22 544	20 038
IED (2)	580	618	1 163	520
Amortizações	4 438	6 251	4 910	7 538
Outras contas	6 380	6 256	9 041	8 559
<b>COEFICIENTES (%)</b>				
Ingresso IED/captação	3,3	5,7	9,7	14,9
Ingresso IEP/captação	52,5	61,4	50,4	40,2
Empréstimos/captação	33,3	23,9	27,0	32,3
IEP/movimento de capitais líquidos	72,9	73,3	19,8	21,4
IED/movimento de capitais líquidos	4,1	17,5	31,2	32,3
Empréstimos/movimento de capitais líquidos	57,9	35,6	72,4	47,6
IEP retorno/IEP ingresso	56,7	71,0	90,8	76,8
IED/IEP (ingresso)	6,2	9,4	19,2	37,0

(continua)

Tabela 1

## Movimento de capitais no Brasil — 1993-98

b) 1997-98

(US\$ milhões)

DISCRIMINAÇÃO	1997	1998	1º SEM/98	2º SEM/98
<b>MOVIMENTO DE CAPITAIS</b>				
<b>LÍQUIDOS</b> .....	41 513	52 553	42 506	10 046
IEP (1) .....	5 300	-1 843	8 251	-10 094
IED (2) .....	16 219	23 739	7 752	15 987
<b>Empréstimos em moeda</b> .....	4 499	22 031	18 081	3 950
<b>Outras contas</b> .....	15 495	8 626	8 422	203
<b>INGRESSOS = CAPTAÇÃO</b> ....	105 824	127 770	67 264	60 506
IEP (1) .....	39 552	31 830	20 681	11 149
IED (2) .....	17 879	26 347	8 828	17 519
IEP + IED .....	57 431	58 177	29 509	28 668
<b>Empréstimos em moeda (3)</b> ..	23 564	34 825	21 976	12 849
<b>Outras contas (4)</b> .....	24 829	34 768	15 779	19 016
<b>SAÍDAS = RETORNO</b> .....	64 311	75 217	24 757	50 460
IEP (1) .....	34 252	33 673	12 430	21 243
IED (2) .....	1 660	2 608	1 076	1 532
<b>Amortizações</b> .....	19 065	12 794	3 895	8 899
<b>Outras contas</b> .....	9 334	26 142	7 356	18 786
<b>COEFICIENTES (%)</b>				
<b>Ingresso IED/captação</b> .....	16,9	20,6	13,1	29,0
<b>Ingresso IEP/captação</b> .....	37,4	24,9	30,7	18,4
<b>Empréstimos/captação</b> .....	22,3	27,3	32,7	21,2
<b>IEP/movimento de capitais líquidos</b> .....	12,8	-3,5	19,4	-100,5
<b>IED/movimento de capitais líquidos</b> .....	39,1	45,2	18,2	159,1
<b>Empréstimos/movimento de capitais líquidos</b> .....	10,8	41,9	42,5	39,3
<b>IEP retorno/IEP ingresso</b> .....	86,6	105,8	60,1	190,5
<b>IED/IEP (ingresso)</b> .....	45,2	82,8	42,7	157,1

FONTE: Prates (1999, p. 9), a partir dos dados originais divulgados pelo Banco Central do Brasil.

(1) IEP = investimento estrangeiro de *portfolio* no mercado financeiro doméstico. (2) IED = investimento estrangeiro direto. (3) Excluídos os empréstimos intercompanhias dos empréstimos em moedas, pois estes correspondem praticamente a um IED. Do total dos empréstimos em moeda, a maior parte corresponde a emissões de títulos no Exterior. Contudo não é possível efetuar essa desagregação a partir dos dados do balanço de pagamentos divulgado pelo Banco Central do Brasil. (4) Investimentos brasileiros e financiamentos.

Tabela 2

Perfil dos investimentos estrangeiros diretos aplicados no Brasil — 1997

DISCRIMINAÇÃO	PERCENTUAL
Multinacionais já instaladas no País .....	40 a 45
Privatizações .....	30 a 35
Aquisições de empresas privadas no Brasil ..	15 a 20
Criação de novas empresas no País .....	5 a 10

FONTE: Laplane & Sarti (1997).

Esse regime de acumulação, fundado na estabilização com âncora cambial, foi subordinado pela lógica dos mercados financeiros globalizados e líquidos. O longo período de escassez de financiamento externo privado chegou ao fim no início dos anos 90, quando o Brasil ainda estava sob condições de elevada inflação. Os mercados financeiros internacionais, líquidos e desregulamentados, buscavam avidamente oportunidades de ganho em praças consideradas de maior risco. Com a abundância de capitais líquidos foi possível implementar a reforma monetária sob a égide do Plano Real. Esta foi a condição indispensável para a utilização da taxa de câmbio como âncora nominal. O Plano Real foi, então, um produto dos mercados financeiros globalizados, desregulamentados e líquidos. O País oferecia altas taxas de juros e a possibilidade de se adquirir ativos subvalorizados, sobretudo com a perspectiva de ampliação do programa de privatização. Assim, os mercados anteciparam a estabilização e seus possíveis desdobramentos, tais como elevada remuneração das aplicações de curto prazo e ganhos de capital provenientes da “valorização” dos ativos — públicos e privados — adquiridos abaixo do preço (COUTINHO, BELLUZZO, 1996; PRATES, 1997).

Porém a expressiva valorização da taxa de câmbio real, associada ao aprofundamento da abertura comercial, produziu rapidamente uma ampliação do déficit na balança comercial e uma expansão do passivo externo, aumentando a dependência do País em relação ao ingresso de capitais. O saldo deficitário em transações correntes aumentou de US\$ 18,9 bilhões em 1995 para US\$ 35,2 bilhões em 1998, representando 4,53% do PIB (Tabela 3).

Tabela 3

## Balança de pagamentos em transações correntes no Brasil — 1995-98

DISCRIMINAÇÃO	(US\$ milhões)			
	1995	1996	1997	1998
<b>Balança comercial ....</b>	-3 767	-5 554	-8 357	-6 430
<b>Serviços (líquido) .....</b>	-17 854	-20 483	-27 288	-30 670
Juros .....	-8 096	-9 173	-10 390	-12 096
Outros (1) .....	-9 758	-11 310	-16 899	-18 574
<b>Transferências unilaterais .....</b>	2 699	2 900	2 216	1 905
<b>Saldo em transações correntes .....</b>	-18 922	-23 136	-33 430	-35 194
<b>Saldo em transações correntes/PIB .....</b>	-2,68	-2,98	-4,16	-4,53

FONTE: Banco Central do Brasil.

(1) Inclui lucros reinvestidos.

A dívida externa cresceu aceleradamente, passando de US\$ 159,3 bilhões no final de 1995 para US\$ 179,9 bilhões em 1996 e atingindo US\$ 200,0 bilhões em 1997 e US\$ 235,0 bilhões em dezembro de 1998. O principal responsável por esse crescimento foi, sobretudo, o setor privado. Confiantes na política cambial de minibandas e lentas desvalorizações do real, empresas brasileiras e subsidiárias de multinacionais aumentaram seus níveis de endividamento no Exterior. No final de 1998, o setor privado acumulava US\$ 140,2 bilhões em dívidas externas, enquanto o setor público não financeiro, US\$ 94,9 bilhões (Tabela 4).

Nessas circunstâncias, a despeito do volume de reservas internacionais, os mercados futuros de câmbio e juros apresentaram uma extrema sensibilidade às alterações nas condições de financiamento externo, decorrentes de hesitações dos investidores estrangeiros, da concentração de amortizações num determinado período de tempo ou de uma tendência à elevação do déficit na balança comercial. A opinião dos mercados a respeito da inadequação da taxa de câmbio era evidente.



Tabela 4

## Dívida externa total do Brasil por devedor — 1996-98

(US\$ milhões de final de período)

DISCRIMINAÇÃO	1996	1997	1998
<b>Dívida de médio e longo prazos (1)</b>	142 148	163 283	(2) 210 458
Setor público não financeiro .....	88 431	79 967	(3) 90 591
Setor privado .....	53 717	83 316	119 867
<b>Dívida de curto prazo</b>	37 787	36 715	(4) 24 624
Setor público não financeiro .....	5 232	5 737	4 304
Obrigações do Banco Central .....	70	42	28
Linhas de crédito .....	5 162	5 695	4 276
Setor privado .....	32 555	30 978	20 320
Obrigações de bancos comerciais ..	30 611	26 501	(4) 18 500
Dívida de curto prazo registrada (1)	1 944	4 477	1 820
Resolução nº 2.148 (financiamento rural) .....	1 944	4 003	1 232
Outras (5) .....	-	474	588
<b>Dívida externa total</b> .....	179 935	199 998	235 082

FONTE: Banco Central do Brasil.

(1) Dívida registrada no Banco Central do Brasil. (2) Estimativa, considerando as variações cambiais. (3) Inclui US\$ 9,3 bilhões referentes ao empréstimo do FMI. (4) Dados preliminares. (5) Inclui empréstimos para repasses a empresas exportadoras e *brigde-loans*.

Esse movimento foi agravado pela percepção de que os regimes cambial e monetário geravam endogenamente um desequilíbrio crescente entre o volume de reservas e a massa de ativos financeiros domésticos, inchados pela elevada taxa de juros doméstica. A esterilização dos saldos em reais determinada pelo aumento das reservas ampliou rapidamente o estoque da dívida pública. A evolução da dívida pública interna inclui, portanto, um fenômeno de natureza monetária e financeira, certamente com graves implicações de ordem fiscal. A isso juntaram-se outras fontes de déficit interno (estados e municípios, recursos do

Proer<sup>3</sup>, etc.), que promoveram um acelerado aumento da dívida pública<sup>4</sup>. O estoque de títulos federais fora do Banco Central saltou de R\$ 108,5 bilhões em dezembro de 1995 para R\$ 176,2 no final de 1996 e continuou sua trajetória ascendente. Atingiu R\$ 255,5 bilhões em 1997 e R\$ 323,8 bilhões em dezembro de 1998. Ademais, apesar dos esforços das autoridades, não foi possível mudar as relações entre o Banco Central e o sistema bancário no que diz respeito ao giro e à liquidez dos títulos públicos. Esses ativos mantiveram a característica básica de quase-moedas (aplicações concentradas em curtíssimos prazos, em torno de 30 e 60 dias). Permaneceu latente, portanto, o risco de fuga em massa do real, a partir de uma perturbação externa. Dessa forma, os possuidores de riqueza apreenderam o crescimento dos riscos de se manter posições compradas em reais e forçaram a emissão de títulos dolarizados ou de moeda indexada. A partir de maio de 1998, o mercado negou-se a aceitar títulos pré-fixados, e a dívida pública interna passou a ser indexada à taxa de juros do *overnight* ou à taxa de câmbio (*ex post* ou pós-fixadas). A Tabela 5 mostra a mudança ocorrida na composição da dívida pública mobiliária: os títulos pós-fixados saltaram de 26,4% para 74,8% do total, os títulos com correção cambial pularam de 17,7% para 21%, e os pré-fixados reduziram-se de 55,9% para 4,2%. Estes eram sintomas evidentes de uma crise monetária e cambial em gestação.

Depois da crise asiática, a desconfiança em relação aos mercados emergentes manifestou-se por meio de uma elevação dos *spreads* médios entre os papéis de maior risco e os títulos de igual prazo emitidos pelo Tesouro norte-americano. Após a moratória da Rússia, a aversão ao risco assumiu a forma de um retorno aos mercados de maior segurança, sobretudo para a praça de Nova Iorque. Em meados de outubro de 1998, a equipe econômica buscou um aporte

---

<sup>3</sup> Trata-se do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional, um mecanismo de financiamento da absorção de bancos em dificuldades por instituições saudáveis. Os passivos e os ativos recuperáveis das instituições insolventes eram transferidos para outras instituições, enquanto os débitos irrecuperáveis eram absorvidos pelo Banco Central, que também financiou a absorção pelos bancos adquirentes da parcela recuperável da carteira da instituição insolvente. Desde a sua criação até a venda do Bamerindus ao HSBC, o total de recursos liberados por esse programa atingiu R\$ 20,8 bilhões.

<sup>4</sup> Vale destacar que o aumento da dívida implica a explosão do déficit público nominal, uma vez que inclui a variação da dívida segundo o conceito de Necessidades de Financiamento do Setor Público. Havia, portanto, uma deterioração endógena das contas públicas: o déficit público nominal foi de R\$ 45,7 bilhões em 1996, US\$ 54,7 bilhões em 1997 e US\$ 72,4 bilhões em 1998. O déficit registrado em janeiro de 1999, incorporando o impacto da maxidesvalorização do real, foi de R\$ 52,3 bilhões, representando 75% do PIB mensal; em fevereiro atingiu R\$ 11,8 bilhões, o equivalente a 16,7% do PIB mensal.

“preventivo” de recursos financeiros junto à comunidade financeira internacional. O propósito era evitar a eclosão de uma crise cambial capaz de provocar um *crash* financeiro global com efeitos particularmente desastrosos para a economia norte-americana. O acordo foi coordenado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) e pelos demais credores, representados pelo Banco para Compensações Internacionais (BIS), que concordaram com a manutenção da política cambial vigente. Todavia, num clima de desconfiança em relação à moeda nacional, os aplicadores trataram de se antecipar a uma eventual desvalorização, buscando refúgio no dólar. Os detentores de depósitos à vista, títulos do Governo e fundos de curto prazo trataram de liquidar as suas posições denominadas em reais e de transformá-las em aplicações em dólares ou indexadas ao dólar. Ou seja, efetuaram rápidas recomposições de *portfolio*, mudando a moeda em que estava denominada a riqueza, de ativos na moeda fraca para os denominados em moeda forte.<sup>5</sup>

Tabela 5

## Evolução da dívida pública no Brasil — 1998

MESES	SALDOS (R\$ milhões)	DISTRIBUIÇÃO %		
		Pós-Fixado	Pré-Fixado	Cambial
Maio	294 260	26,4	55,9	17,7
Jun.	297 002	48,0	35,4	16,6
Jul.	304 873	60,6	22,2	17,2
Ago.	302 278	67,4	13,2	19,4
Set.	292 729	71,2	7,3	21,4
Out.	314 325	64,4	14,5	21,1
Nov.	319 927	70,5	8,5	21,0
Dez.(1)	323 860	74,8	4,2	21,0

FONTE: Banco Central do Brasil.

(1) Dados preliminares.

<sup>5</sup> Estima-se que o País perdeu US\$ 45 bilhões de reservas internacionais entre julho de 1998 e janeiro de 1999. Assim, o processo brasileiro teve características específicas que o distingue dos ataques cambiais especulativos ocorridos em outras praças. No auge do ataque ao franco francês, na manhã de 29 de julho de 1993, por exemplo, o Banco Central da França perdeu temporariamente US\$ 100 milhões por minuto. Quando ocorreu o encerramento da Bolsa de Paris, havia gasto o equivalente a US\$ 50 bilhões, sendo mais da metade a descoberto, na defesa do franco. Na madrugada seguinte, pouco antes da abertura das Bolsas de Valores da Ásia, os países-membros do Sistema Monetário Europeu deixaram flutuar as paridades cambiais em até 15%.

A acelerada perda de reservas, face ao descrédito dos investidores nacionais e internacionais, tornou impossível a defesa do real (Tabelas 1 e 6). O Governo foi obrigado a desvalorizar a moeda doméstica. Após o episódio da banda cambial-diagonal-endógena, o Banco Central anunciou um regime cambial de livre flutuação, retirando-se do mercado a fim de interromper a evaporação das reservas. O abandono das bandas cambiais provocou grande instabilidade, deixando os mercados sem referências. As empresas passaram a operar com várias taxas de câmbio. Havia o dólar do *leasing*, o dólar das revendedoras de automóveis importados, o dólar das companhias aéreas para vôos internacionais, etc. Nas relações com fornecedores, havia dólares provisórios, pré-fixados até segunda ordem. Numa mesma empresa, dependendo do fornecedor ou do cliente, a cotação podia variar. Pelo que se observou, a livre flutuação tinha poucas chances de estabilizar o câmbio diante do desarranjo das expectativas. Por estabilizar entende-se definir um valor nominal do dólar compatível com as expectativas de inflação e, ao mesmo tempo, manter uma taxa de câmbio real capaz de sinalizar uma redução substancial do déficit em transações correntes, sobretudo mediante a obtenção de superávits comerciais, reduzindo as necessidades de recursos em moeda estrangeira para sustentar os compromissos do balanço de pagamentos.<sup>6</sup>

A valorização prolongada do real provocou decisões de endividamento e de posse da riqueza que impediram ajustamentos virtuosos imediatamente após uma correção do câmbio. A taxa de câmbio sofreu desvalorizações que foram muito além do necessário para transformar o déficit comercial em superávit. Houve “exagero” na desvalorização da moeda local em relação à divisa forte, que atingiu 70,86%. Face ao temor de uma aceleração inflacionária — com passivos privados externos muito elevados em relação às reservas e à dívida pública interna indexada —, houve um deslocamento não antecipado da preferência pela liquidez para o dólar. Essa nova configuração das expectativas acentuou a fuga dos ativos financeiros denominados em real e aqueceu os mercados domésticos de ativos imobiliários.

---

<sup>6</sup> Entre 1995 e 1998, o déficit acumulado nas transações correntes foi de US\$ 110 bilhões, sem gerar aumento de capacidade exportadora — o déficit comercial foi de US\$ 24 bilhões (Tabela 3). Não devemos esquecer que o investimento estrangeiro direto também causa problemas ao balanço de pagamentos; as remessas de lucros e dividendos cresceram de US\$ 2,8 bilhões em 1994 para US\$ 6,5 bilhões em 1997 e atingiram cerca de US\$ 8 bilhões em 1998, decorrentes da ampliação dos investimentos das transnacionais já instaladas no País, da transferência de empresas nacionais para não residentes e da criação de novas empresas.

Tabela 6

Reservas internacionais e taxa de juros no Brasil — dez./95, dez./96,  
dez./97, maio-dez./98 e jan.-abr./99

PERÍODOS	US\$ MILHÕES (1)	TAXA SELIC (2)
<b>1995</b>		
Dez.	51,8	52,9
<b>1996</b>		
Dez.	60,1	27,4
<b>1997</b>		
Dez.	52,2	24,6
<b>1998</b>		
Maio	72,8	22,6
Jun.	70,9	21,0
Jul.	70,2	19,4
Ago.	67,3	19,2
Set.	45,8	34,3
Out.	42,4	41,6
Nov.	41,2	36,6
Dez.	44,6	32,9
<b>1999</b>		
Jan.	36,1	27,8
Fev.	35,6	39,0
Mar.	34,5	(3)45,0
Abr.	(4)	(5)32,0

FONTE: Banco Central do Brasil.

(1) Pelo conceito de liquidez internacional, que inclui dinheiro prontamente disponível e compromissos de médio e longo prazos. Inclui a primeira parcela de US\$ 9,3 bilhões do acordo com o FMI de US\$ 41,5 bilhões, em dezembro de 1998.

(2) Taxa anual da taxa Selic mensal, calculada com base em 252 dias úteis no ano. (3) A taxa de juros foi estabelecida em 45% a.a. até 22 de março e 42% a.a. de 23 de março a 05 de abril, quando foi reduzida para 39,5% a.a. (4) Em 31 de março, o FMI liberou a segunda parcela do empréstimo no valor de US\$ 9,2 bilhões. (5) Em 15 de abril, o Banco Central reduziu a taxa de juros para 34% a.a. e, em 20 de abril, para 32% a.a.

A acentuada desvalorização do real, associada à decisão política, tomada sob a pressão do FMI, de elevar a taxa de juros doméstica para 39% a.a. e, logo depois, para 45% a.a., desencadeou uma trajetória pouco sustentável da dívida pública. A dívida pública líquida total passou de R\$ 388,67 bilhões em dezembro de 1998 para R\$ 500,78 bilhões em fevereiro de 1999. No âmbito federal, a dívida líquida saltou de R\$ 231,26 para R\$ 317,37 no mesmo período. Segundo estimativa do Banco Central, 91,5% do aumento na dívida pública total decorreu do processo de desvalorização da moeda, implicando um custo de R\$ 103,3 bilhões. A necessidade de estatizar ou proteger (*hedge*) os passivos em dólares do setor privado, sobretudo a dívida em moeda estrangeira repassada pelos bancos a tomadores privados locais, e, simultaneamente, de procurar convencer os agentes econômicos de que a paridade cambial seria mantida está por trás dessa explosão da dívida pública interna. O custo da expansão dos títulos indexados ao câmbio, que em dezembro de 1998 já somavam R\$ 66,36 bilhões, acrescido do custo das operações efetuadas no mercado de derivativos cambiais (*swaps* e mercado futuro de dólar), nos meses de janeiro e fevereiro de 1999 — US\$ 7,6 bilhões —, soma R\$ 56,15 bilhões. O custo restante — R\$ 47,17 bilhões — é oriundo do impacto da maxidesvalorização cambial no estoque da dívida externa.

O aumento da relação dívida pública/PIB, que passou de 29% no final de 1994 para 42% no final de 1998 e atingiu 51,9% em fevereiro de 1999, combinado com uma taxa de juros real elevada, criou um círculo vicioso e exerceu pressões para a fuga dos capitais temerosos em permanecer aplicados em reais. Se há dúvida sobre a solvência da dívida interna, abandona-se o real e acelera-se a saída de capitais, o que pressiona a taxa de câmbio. Noutras palavras, o aumento das taxas de juros simultaneamente à desvalorização cambial criou entre os investidores a percepção de que o estoque de papéis públicos poderia não passar de uma ficção contábil.

Finalmente, parece que vai se confirmando a hipótese de que a desvalorização da moeda brasileira de R\$ 1,23 para R\$ 2,20, com uma tendência a oscilar em torno de R\$ 1,70, provocaria apenas uma bolha inflacionária, logo revertida pela recessão e pela queda dos salários reais.<sup>7</sup> A taxa de inflação de fevereiro de 1999, medida pelo Índice Geral de Preços-Disponibilidade Interna da Fundação Getulio Vargas, atingiu 4,44%, mas se desacelerou para 1,98% em março. As intervenções do Banco Central no mercado de câmbio, a elevação da taxa de juros e uma ampla flexibilização das regras de entrada de divisas es-

---

<sup>7</sup> Para uma discussão sobre os mecanismos que resultaram na queda da taxa de inflação durante o Plano Real, ver Andrei (1998).

trangeiras, que inclui uma redução no Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) de 2% para 0,5% sobre investimentos externos e dos prazos mínimos para captação de recursos no Exterior, conseguiram reverter o exagero da desvalorização cambial e promover um refluxo de capitais estrangeiros de curto prazo.

Assim terminou, para o Brasil, mais um ciclo de endividamento externo, associado à expansão do crédito internacional. Nem bem nos livramos da “crise da dívida” dos anos 80, já estamos mergulhados em uma nova crise cambial e, por conseguinte, sob um novo programa de ajustamento do FMI. A taxa de crescimento média do PIB brasileiro durante os anos 90 situou-se em torno de 1,6%. Em 1998, cresceu apenas 0,15% em relação a 1997, segundo o IBGE. A evolução do PIB em 1998, em termos trimestrais, já indicava uma forte desaceleração: -1,55% no terceiro trimestre e -1,64% no quarto trimestre. Sobre essa conjuntura recessiva, foi imposto o impacto da desvalorização cambial, da elevação da taxa de juros e da carga fiscal, com seus reflexos na estrutura de preços. As previsões de queda do PIB situam-se entre 2% e 6% em 1999.

Do exposto, podemos apreender que o aumento da internacionalização do parque produtivo, do sistema financeiro, bem como das necessidades de recursos externos para fazer face aos compromissos do balanço de pagamentos gerou dependência sem desenvolvimento, capaz de integrar os mais pobres, os chamados pelo atual Presidente de “inimpregáveis” (CARDOSO, s.d).<sup>8</sup> Vai ficando claro que os grandes bancos, os investidores institucionais (fundos de pensão, fundos mútuos, companhias seguradoras, *hedge funds*, etc.) que operam em escala mundial e as empresas transnacionais pouco ajudaram o País a acompanhar as transformações em curso na economia mundial. Os bancos e os diversos fundos de investimentos permaneceram ávidos por valorizações de curto prazo, as transnacionais apenas modernizaram suas fábricas, de acordo com as estratégias estabelecidas pelas matrizes, em função de metas de exportação e da evolução do mercado interno. O papel do País na dinâmica internacional contemporânea ficou restrito ao de exportador de produtos industriais tradicionais e de importador de produtos e serviços de alta tecnologia.

---

<sup>8</sup> Segundo uma projeção de Márcio Pochmann, Professor do IE, da Unicamp, os indicadores de exclusão social tendem a voltar aos patamares anteriores ao Plano Real. Em 1993, o País tinha 44,2% de pobres na sua População Economicamente Ativa (PEA) com rendimento. Esse percentual caiu para 31,3% em 1996, mas voltou a subir a partir de 1997. Em 1998, os pobres voltaram a representar 33,2% da PEA com rendimentos, totalizando 20,2 milhões de pessoas. Ver Toledo (1999).

Assim, perdemos capacidade de direcionar o crescimento autônomo que derivaria do investimento industrial nos novos setores dinâmicos e subordinamos a política econômica e as metas de crescimento da economia às flutuações dos mercados de capitais mundializados, que passam abruptamente da euforia à depressão.<sup>9</sup> Essa estratégia de internacionalização e de financeirização (BRAGA, 1997) da riqueza e da renda dos estratos superiores (de cada R\$ 8,00 do déficit público, R\$ 7,00 referem-se ao pagamento de juros em 1998)<sup>10</sup>, com processo de diferenciação do consumo dos segmentos sociais altos e médios, resultou apenas numa modernização restrita da economia, com destruição de empregos e aumento da exclusão social.

O acordo com o Fundo Monetário Internacional comprometeu o País com a mesma política que conduziu à crise atual. Isso ficou explícito no comunicado entre as autoridades brasileiras e a direção do Fundo, enfatizando o firme compromisso com:

“(...) a manutenção de uma política flexível de taxas de juros; a não-imposição de qualquer controle sobre as saídas de capitais; o pagamento integral do serviço da dívida interna e externa; a continuidade dos esforços em curso com vistas às reformas estruturais da previdência social, do sistema tributário, das instituições e do processo orçamentário, do sistema financeiro, do mercado de trabalho e de privatizações, dentre outras”.

As elites dirigentes optaram por redobrar a aposta no modelo anterior, atendendo aos sinais da comunidade financeira internacional. É como se a adoção

<sup>9</sup> Conforme Kregel (1996, p.43): “(...) o governo perdeu o controle sobre a política monetária, após ter voluntariamente renunciado ao controle sobre a política fiscal, como parte do programa de estabilização. Mas foi o próprio governo quem incluiu a globalização na política de estabilização. Portanto, embora haja poucas dúvidas de que a maior participação de uma economia no mercado globalizado reduza drasticamente a autonomia de suas políticas, a perda de soberania não se deve inteiramente ao impacto da globalização em si. Deve-se em parte, também, à aceitação de um tipo particular de estabilização econômica, baseado na liberalização dos mercados, que aumenta a volatilidade tanto do mercado monetário quanto do mercado de câmbio”.

<sup>10</sup> Os gastos com juros de todas as esferas de governo — União, estados e municípios — e estatais reduziram-se de R\$ 48,7 bilhões em 1995 para R\$ 46,5 em 1996 e para R\$ 44,4 bilhões em 1997, mas voltaram a crescer para R\$ 72,5 bilhões em 1998 e deverão atingir R\$ 130 bilhões em 1999 (IZAGUIRRE, 1999). Para se ter uma idéia da magnitude desses valores, os juros nominais pagos no período de 12 meses encerrado em fevereiro de 1999 representaram 14,4% do PIB. As atividades do setor bancário voltaram a se concentrar nas operações com títulos públicos, gerando 43% das suas receitas, enquanto os empréstimos ao setor privado respondiam por apenas 17% no final de 1998.



dessa política fosse um imperativo histórico, inescapável. Nessa perspectiva, o Presidente do Banco Central do Brasil, Arminio Fraga, após o reingresso do Estado brasileiro ao mercado internacional de títulos, com a emissão de um bônus de US\$ 2 bilhões em abril de 1999, defendeu a implementação de uma política que promovesse mais desregulamentação do sistema financeiro doméstico — redução dos direcionamentos compulsórios de créditos e das restrições para determinadas operações — e maior integração com o mercado financeiro internacional, mediante um aperfeiçoamento das regras de supervisão financeira, dos mecanismos de administração de risco das próprias instituições e das exigências de capitais mínimos (Acordo de Basileia).

Em nome dessa estratégia, continuam a ser propostas inúmeras reformas, consideradas imprescindíveis para o País retomar o crescimento, aprofundando a desestruturação dos mecanismos de funcionamento do capitalismo brasileiro. Em nome da modernização e da competitividade, a economia brasileira, com um dos sistemas industriais mais integrados entre os países em desenvolvimento, passará por novos processos de desnacionalização, de desindustrialização e de crescente endividamento externo.

Esperamos ter mostrado as limitações e as contradições internas dessa estratégia econômica do Governo atual. Os arautos da liberalização econômica propalam há 20 anos as promessas de um novo surto de desenvolvimento econômico e social apoiado no capital estrangeiro. Na realidade, os processos de liberalização vêm produzindo baixo dinamismo econômico, aumento das taxas de desemprego, precarização das relações de trabalho, salários aviltados, ampliação das desigualdades e ondas sucessivas de crises cambiais e financeiras.

## Bibliografia

- ANDREI, Cristian A. (1998). O Plano Real e a queda da inflação. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 3., São Paulo. **Anais...** São Paulo : Sociedade Brasileira de Economia Política/ Rio de Janeiro : Universidade Federal Fluminense. v.2. p.792-807.
- ANNUAL REPORT(1997). Basle : Bank for International Settlements (BIS).
- ANNUAL REPORT(1998). Basle : Bank for International Settlements (BIS).
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello (1998). Notas sobre a crise da Ásia. **Revista Praga Estudos Marxistas**, São Paulo: Ed. Hucitec, n.5., p.59-75.

- BIELSCHOWISK, Ricardo, coord. (1998). **Investimentos na transição brasileira dos anos 90**. Rio de Janeiro : CEPAL.
- BRAGA, José Carlos de S. (1997). Financeirização global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: TAVARES, Maria da C., FIORI, José L., orgs. **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis : Vozes. p.195-242.
- BROWN, Stephen J., GOETZMANN, William N., PARK, James M. (1998). **Hedge funds and the Asian currency crisis of 1997**. (on-line).
- CARDOSO, Fernando Henrique (s.d). **Mudanças na sociedade brasileira**. (s.n.t).
- CHESNAIS, François (1998) "A fisionomia das crises no capitalismo mundializado". Revista Novos Estudos, No. 52. São Paulo: Cebrap, p. 21-53.
- CINTRA, Marcos Antonio Macedo (1999). Dependência sem desenvolvimento. **Novos Estudos CEBRAP**, São Paulo, n.53., p.3-9.
- COUTINHO, Luciano G., BELLUZZO, Luiz Gonzaga de M. (1996). Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas : UNICAMP/ IE, n.7, p.129-154.
- CUNHA, André Moreira (1998). O Pacífico Asiático: da integração econômica dos anos 80 e 90 à crise financeira. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 3., São Paulo. **Anais...** São Paulo : Sociedade Brasileira de Economia Política/ Rio de Janeiro : Universidade Federal Fluminense. v.1. p.317-335.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli, DETRAGIACHE, Enrica (1998). **Financial liberalization and financial fragility**. Washington, D.C. : IMF (IMF Working Paper; on-line).
- DRUMMOND, Carlos, WILNER, Adriana (1999). Desvalorização e privilégios. **Carta Capital**, São Paulo, v.4, n.96, p. 24-31, 28 de abr.
- FARHI, Maryse (1998). **O futuro no presente: um estudo dos mercados de derivativos financeiros**. Campinas : UNICAMP/ Instituto de Economia. (Tese de doutoramento).
- FRANCO, Gustavo (1998). A inserção externa e o desenvolvimento. **Revista de Economia Política**, São Paulo: Centro de Economia Política, v.18, n.3, p.121-147.

- FREITAS, M. Cristina Penido de, coord. (1998). **Abertura externa e sistema financeiro**. Brasília : IPEA/Seplan/ São Paulo: Diesp/Fundap.
- FURTADO, João (1999). Mundialização, reestruturação e competitividade: a emergência de um novo regime econômico e as barreiras às economias periféricas **Novos Estudos CEBRAP**, São Paulo, n.53., p.97-118.
- HELLEINER, Eric (1994). **States and the emergence of global finance**. Ithaca : Cornell University.
- IMPACTO de la crisis asiática en América Latina (1998).. Santiago : Comisión Económica para América Latina y el Caribe (LC/G. 2026/SES.27/23, 5 mayo de 1998. (on-line).
- IZAGUIRRE, Mônica (1999). Dívida pública sobre R\$ 103 bi com desvalorização. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 14abr. p.A-6.
- KREGEL, J. A. (1998a). **East Asia is not Mexico**: the difference between balance of payments crises and debt deflations. Geneve : UNCTAD. (mimeo).
- KREGEL, J. A. (1998b). **Derivatives and global capital flows**: applications to Asia. New York : The Jeromy Levy Economics Institute. (Working Paper, n.246).
- KREGEL, Jan A. (1996). Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas : UNICAMP/ IE, n.7, p.29-49.
- LAPLANE, Mariano F., SARTI, Fernando (1997). Investimento direto estrangeiro e a retomada do crescimento sustentado nos anos 90. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas : UNICAMP/ IE, n.8., p.143-181.
- MEDEIROS, Carlos Aguiar de (1997). Globalização e a inserção internacional diferenciada da Ásia e América Latina. In: TAVARES, Maria C., FIORI, J. L., org. **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis : Vozes, p.279-346.
- MIRANDA, José Carlos da Rocha MIRANDA (1998). A dinâmica financeira da crise asiática. **Revista Política Externa**, São Paulo : Paz e Terra/ USP/ Política Internacional Comparada, v.6, n.4. p.130-150.
- PINTO, Anibal (1973). **Notas sobre desarrollo, subdesarrollo y dependencia**. México, D.F. : Fondo de Cultura Económica.
- PINTO, Celso (1999). Fraga quer mercado mais globalizado. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 28 abr. p.2-1.

- PRADO, Sérgio Roberto R., CAVALCANTI, Carlos Eduardo (1998). **Aspectos da guerra fiscal no Brasil**. Brasília : IPEA/Seplan/ São Paulo : Diesp/Fundap.
- PRATES, Daniela M. (1997). **Abertura financeira e vulnerabilidade externa: a economia brasileira na década de 90**. Campinas : UNICAMP/IE. (Dissertação de mestrado).
- PRATES, Daniela M. (1999). **Abertura financeira e vulnerabilidade externa da economia brasileira nos anos 90**. São Paulo : Diesp/Fundap. (mimeo).
- PREVENTING financial crises in development countries(1998). In: GLOBAL Economic Prospects. Washington, D.C : World Bank.
- TOLEDO, José Roberto de (1999). Brasil entrou na crise pior do que a Ásia. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 28 fev. p.2-10.
- WORLD investment report, 1998 (1998). Geneve : UNCTAD.