

Dependência sem Desenvolvimento: os limites e contradições da inserção internacional brasileira dos anos 90*

Marcos Antonio Macedo Cintra **

RESUMO

As crises monetárias, financeiras e cambiais do México (1995), dos países do Sudeste Asiático (1997-98), da Rússia e da Venezuela (1998), do Brasil e Equador (1999) revelaram o processo comum subjacente à instabilidade econômico-financeira nos países periféricos, chamados de emergentes. Todos esses países efetuaram liberalização da conta de capitais e desregulamentação financeira, sendo que a instabilidade iniciou-se com um aumento significativo dos influxos de capitais, seguido por uma abrupta perda de divisas. Neste artigo procura-se mostrar os limites e contradições internas desta estratégia econômica a partir do programa de estabilização brasileiro implementado entre junho de 1994 e janeiro de 1999, e aprofundado com a desvalorização do real. Defende-se a hipótese de que esse modelo de inserção internacional ampliou o grau de dependência externa sem propiciar um desenvolvimento capaz de integrar a população como um todo.

Palavras-chave: programa de estabilização brasileiro, Plano Real, abertura financeira e comercial, crise cambial e mercados emergentes.

ABSTRACT

Monetary, financial and exchange crises in Mexico (1995), in Southeast Asia (1997-98), in Russia and in Venezuela (1998), in Brazil and in Ecuador (1999) reveal a similar process underlying the economic and financial instability in peripheral countries, the so-called emergent markets. All these countries carried out capital account liberalisation and financial deregulation, the instability beginning with a considerable increase in capital inflows followed by an abrupt loss of international reserves. This paper represents an attempt at showing limits and contradictions inherent in such an economic strategy on the basis of the Brazilian economic stabilisation program implemented between June 1994 and January 1999 and later deepened with the depreciation of the Brazilian currency (real). The author argues that

*Este texto constitui uma versão ampliada e atualizada dos trabalhos publicados na revista *Novos Estudos* (CINTRA, 1999a) e nos *Indicadores Econômicos FEE* (CINTRA, 1999b). Sou grato aos comentários de Omar Thomaz, Álvaro Comin, Carlos Cavalcanti, Maria Luiza Levi, José Carlos Braga, Daniela Prates, Maryse Farhi, Cláudia Peixoto, Renato Campos, Sílvio Cario e Barbara Fritz a diferentes versões deste trabalho. Agradeço ainda às sugestões do parecerista anônimo.

**Doutor em Economia pelo Instituto de Economia da Unicamp, pesquisador da Diretoria de Economia do Setor Público da Fundap e professor na Universidade Ibirapuera. E-mail: mcintra@fundap.sp.gov.br

such an international insertion model has widened the country's external dependence in addition to not resulting in a development process capable of integrating the less privileged classes into the Brazilian society as a whole.

Key words: *Brazilian stabilisation program, Real Plan, trade and financial liberalisation, exchange crises and emergent markets.*

INTRODUÇÃO

As crises monetárias, financeiras e cambiais do México (1995), dos países do Sudeste Asiático (1997-98), da Rússia e da Venezuela (1998), do Brasil e Equador (1999) revelaram 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, ou seja, sujeitos a fugas de capitais, a ameaças de colapsos financeiros e de 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.

Dentro das regras e práticas monetárias e financeiras vigentes no início dos anos 90, em condições de estabilidade cambial, emprestadores e tomadores foram mais negligentes em relação ao risco, elevando progressivamente os influxos de capitais para as economias emergentes. Por sua vez, os fluxos de capitais reforçaram as expectativas de estabilidade cambial, atraindo grandes volumes de recursos para as bolsas de valores, aplicações em renda fixa e compra de ativos reais. Com o influxo de capitais, a taxa de câmbio tendia a se valorizar e a taxa de juros a se elevar, pois incluía um "prêmio de risco" que correspondia à expectativa de desvalorização da taxa de câmbio.

Tal combinação estimulou o endividamento externo dos agentes domésticos – bancos e grandes empresas –, que tomaram 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 tenderam 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 amplificaram a valorização da moeda local, realimentando os influxos e ampliando os passivos externos. A elevação das reservas internacionais proporcionava uma impressão de lastro forte à inserção internacional (com endividamento externo) e, conseqüentemente, fornecia 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 indexados ao dólar, ampliava a dívida pública interna e pressionava 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, América Latina e Europa Oriental, numa 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 estavam associadas à instabilidade intrínseca dos mercados de capitais internacionalizados e desregulamentados.

1 O MODELO DE INTEGRAÇÃO COMPETITIVA: ESTABILIZAÇÃO COM ABERTURA COMERCIAL E FINANCEIRA

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 (CARDOSO e FALETTI, 1970). 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, bens de capital e insumos, e 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 comercial¹ 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 e estrangeiros. Inicialmente, a entrada de investidores estrangeiros esteve relacionada com a grande oferta de fundos líquidos na economia mundial, à procura de oportunidades lucrativas. Em seguida, o volume de investimento estrangeiro direto expandiu de forma espetacular.² Em 1998, o país recebeu US\$ 25,9 bilhões, sendo que havia recebido

¹A tarifa média de importação brasileira caiu de 51% em 1985 para cerca de 14,3% em 1994 e para 11,1% em 1997. Em 1998, houve uma reação aos persistentes desequilíbrios externos e a tarifa média foi aumentada para 14,6%. (SILVA, 1999).

²Em alguns casos, como nas montadoras automobilísticas, a entrada de investimentos estrangeiros se relacionou também com os incentivos fiscais concedidos pelos governos estaduais, mediante a “guerra fiscal”. (PRADO e CAVALCANTI, 1998).

apenas US\$ 1,9 bilhão em 1994 (tabela 1). 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).

TABELA 1 - MOVIMENTO DE CAPITALIS LÍQUIDO - BRASIL - 1993-1999

ESPECIFICAÇÃO	US\$ milhões						
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Movimento de Capitais Líquido	8 482	9 775	30 196	34 103	60 882	25 661	16 553
Investimento	6 170	8 131	4 663	15 540	20 664	20 883	30 150
Estrangeiro	7 264	9 251	6 607	16 016	22 233	24 281	31 518
Investimento estrangeiro direto	614	1 972	4 313	9 976	17 083	25 893	29 996
Portfólio	6 650	7 280	2 294	6 040	5 300	-1 843	1 522
Bolsa de Valores de São Paulo	...	542	513	3 379	523	-2 621	2 232
Brasileiro ⁽¹⁾	-1 094	-1 037	-1 559	56	-1 569	-3 398	-1 368
Financiamento de Médio e Longo Prazo ⁽²⁾	-2 908	-1 907	-2 198	-2 005	13 782	3 788	-4 928
Empréstimos em Moeda ⁽³⁾	5 865	3 712	9 113	14 696	7 067	27 754	-157
Financiamentos Disponibilizados por brasileiros	-245	-450	-679	-211	-1 836	-2 755	-583
Capital de Curto Prazo ⁽⁴⁾	900	909	18 834	5 752	17 531	-27 320	-9 864
Outros ⁽⁵⁾	-1 300	-640	463	331	3 674	3 311	1 935
<i>Memorandum</i>							
Taxa de Investimento (em % do PIB)	14,4	15,3	16,6	16,5	17,9	17,4	17,2
Investimento Estrangeiro/Investimento Total (em %)	1,2	2,4	3,7	7,8	11,9	19,0	19,4
Investimento Estrangeiro/PIB (em %)	0,2	0,4	0,6	1,3	2,1	3,4	3,3
Número de Empresas Listadas na Bovespa	-	544	543	550	536	527	478

FONTE: Notas para Imprensa e Boletim do Banco Central do Brasil

(1) Investimento de brasileiros no exterior.

(2) Inclui organismos multilaterais, agências governamentais e fornecedores/compradores.

(3) Inclui *commercial papers*, *bônus*, *notes* (com taxas de juros fixas e flutuantes), empréstimos intercompanhias etc.

(4) Inclui linhas de crédito.

(5) Inclui operações de regularização e outros.

TABELA 2 - PERFIL DOS INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS DIRETOS APLICADOS NO BRASIL

ESPECIFICAÇÃO	INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS (%)
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 e SARTI (1997)

Essa transferência de propriedade de ativos nacionais – setor público e privado – aumentou a participação do capital estrangeiro no valor bruto da produção doméstica de 13,5% para 24,6%; no total das vendas do setor industrial de 52,2% para 60,6%; no total das vendas do setor de serviços de 9,1% para 39,0%, entre 1995 e 1999 (tabela 3). Contudo, teve pequena influência positiva sobre o investimento (tabela 1). Assistiu-se fundamentalmente a um miniciclo de modernização em 1995-97, com a taxa de investimento atingindo 17,9% do

PIB. A participação do investimento estrangeiro no investimento total passou de 3,7% para 11,9%, no mesmo período.³

TABELA 3 - INDICADORES DA PARTICIPAÇÃO DO CAPITAL ESTRANGEIRO NA ECONOMIA BRASILEIRA - 1995-1999

ESPECIFICAÇÃO	PARTICIPAÇÃO (%)				
	1995	1996	1997	1998	1999
Valor bruto da produção	13,5	15,5	18,3	20,8	24,6
Exportações do agronegócio	20,2	18,8	31,8	30,2	-
Vendas das grandes empresas	33,3	34,1	36,3	43,5	44,7
Vendas do setor industrial	52,2	53,9	55,5	58,5	60,6
Vendas do setor de serviços	9,1	10,2	11,4	38,2	39,0

FONTE: GONÇALVES (2000)

A tabela 4 mostra a evolução dos investimentos nos principais segmentos da indústria de transformação. Observa-se que houve um comportamento relativamente favorável, na metalurgia/siderurgia e em bens de consumo (material de transporte e alimentos), e desfavorável na indústria têxtil e nos segmentos de bens intermediários (química e não-metálicos) e de capital (mecânica), ou seja, em toda a extensa cadeia produtiva industrial, quando comparado aos anos 70.

TABELA 4 - TAXA DE INVESTIMENTO FIXO NA INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO - BRASIL - 1971/1997

INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO	Preços constantes de 1980		
	% DO PIB		
	1971-1980	1981-1988	1995-1997
Siderurgia/Metalurgia	0,70	0,77	0,75
Material de Transporte	0,42	0,21	0,44
Alimentos	0,52	0,31	0,37
Material Elétrico e Eletrônico	0,21	0,14	0,15
Plásticos	0,10	0,09	0,12
Farmacêutica	0,08	0,02	0,06
Total	2,03	1,54	1,89
Química	0,63	0,53	0,33
Mecânica	0,37	0,21	0,17
Não-Metálicos	0,30	0,18	0,13
Papel e Celulose	0,17	0,13	0,10
Têxtil	0,29	0,16	0,19
Borracha	0,06	0,03	0,03
Total	1,82	1,24	0,95
Outros	0,66	0,44	0,45
TOTAL GERAL	4,51	3,22	3,29

FONTE: BIELSCHOWSKY (1998b, tabela 4, p.6)

³Salienta-se que os indicadores Investimento Estrangeiro Direto/Investimento Total e Investimento Estrangeiro Direto/PIB objetivam apenas explicitar a crescente importância desses fluxos. Eles não permitem avaliar com rigor a contribuição do capital estrangeiro à formação bruta de capital fixo. Isso porque nem todo fluxo de IED representa investimento fixo, uma vez que parcela significativa foi destinada às fusões e aquisições. Ademais, parcela significativa da contribuição das empresas estrangeiras à formação bruta de capital fixo não é captada pelos fluxos de IED mensurados a partir da conta do balanço de pagamentos (LAPLANE e SARTI, 1999, p. 13).

Na verdade, 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; perda de rentabilidade em setores competitivos de grande escala (papel e celulose, siderurgia etc.); eliminação da produção de especialidades na área química, petroquímica, metal-mecânica (com destaque para autopeças e bens de capital) e eletroeletrônica. O "encolhimento" dessas cadeias produtivas significou a redução do valor agregado para um mesmo valor bruto da produção, o que, na prática, representa a eliminação de pontos de geração de renda e de emprego. (BIELSCHOWSKY e MOGUILANSKY, 1999).

TABELA 5 - INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO, SEGUNDO SETORES - BRASIL - 1995-1998

SETOR	ESTOQUE		INGRESSOS					
	1995		1996		1997		1998	
	US\$ milhões	%						
Agropecuária e extrativa mineral	689	1,62	111	1,44	456	2,98	151	0,68
Indústria	23 402	55,03	1 740	22,70	2 036	13,30	3 625	16,28
Serviços	18 439	43,36	5 815	75,86	12 819	83,72	18 496	83,05
TOTAL	42 530	100,00	7 665	100,00	15 311	100,00	22 272	100,00

FONTE: Banco Central do Brasil

NOTA: Esta amostra corresponde a 73,6%, 81,6%, 83,5% dos investimentos estrangeiros diretos totais em 1996, 1997 e 1998, respectivamente.

Ademais, a combinação entre câmbio valorizado e juros altos afetou de maneira negativa a distribuição setorial do investimento, uma vez que desestimulou a instalação da nova capacidade para a produção de bens transacionáveis. Mais da metade dos investimentos estrangeiros diretos foi direcionada para indústrias voltadas, sobretudo, para o mercado interno: montadoras de veículos (25,3%), fábricas de eletrodomésticos (12,7%), indústria química e farmacêutica (19,0%), com acentuada importação de equipamentos e componentes (GONÇALVES, 1999). Os maiores volumes de investimento estrangeiro direto foram crescentemente sendo direcionados para o setor de serviços, sobretudo para o sistema financeiro e para as áreas escolhidas para a privatização (energia, telecomunicações etc.), que constituem setores não comercializáveis (tabela 5). Em 1998, o setor de serviços absorveu 83% dos investimentos estrangeiros diretos registrados no Banco Central do Brasil. No setor financeiro o aprofundamento da internacionalização ocorreu principalmente pela aquisição e/ou ampliação da participação acionária estrangeira em bancos nacionais. A participação do segmento estrangeiro nos ativos totais do setor bancário nacional saltou de 10,4%, em junho de 1995, para 22,5% em dezembro de 1998. Tendência semelhante se observou nas operações de crédito, que passaram de 6,5% para 21% e nos depósitos totais, que pularam de 7,1% para 17,1%. Em relação à captação de recursos externos, os bancos estrangeiros ampliaram sua participação de 34,6% para 50%, no período (FREITAS, 1999a).

A participação dos importados no mercado de produtos industriais saltou de 4,5% em 1989 para 19,3% em 1998. O maior avanço ocorreu entre os fabricantes de aparelhos eletrônicos e de comunicação, um aumento de 11,6%, em 1989, para 66,6%, em 1998. Outras indústrias muito atingidas foram as de máquinas e de equipamentos. Em 1989, os importados representavam 13,3% do mercado, contra 56,9% em 1998 (tabela 6).

TABELA 6 - PARTICIPAÇÃO DOS IMPORTADOS NA INDÚSTRIA BRASILEIRA - 1989-1998

	(Em %)					
PRINCIPAIS SETORES	1989	1994	1995	1996	1997	1998
Aparelhos Eletrônicos e de Comunicação	11,6	33,5	41,6	47,3	62,0	66,6
Máquinas e Equipamentos	13,3	30,0	41,1	50,4	55,7	56,9
Produtos Químicos (Resinas, Fibras)	6,3	16,1	28,2	31,9	31,3	33,0
Adbos e Fertilizantes	9,8	19,4	21,2	23,7	26,1	27,7
Motores e Autopeças	6,0	18,0	22,3	25,4	28,0	34,7
Fiação e Tecelagem	3,5	13,1	16,9	22,1	23,4	18,1
Produtos Farmacêuticos	6,9	11,4	12,1	15,0	14,1	14,4
Coefficiente de Importação/Produção						
Setor por Intensidade de Fator						
Intensivo de Mão-de-obra	1,5	5,6	10,7	11,1	12,8	11,7
Intensivo em Tecnologia	6,9	16,8	24,4	29,1	39,7	44,1
Intensivo em Recursos Naturais	2,9	6,0	7,5	5,6	7,8	8,1
Intensivo em Capital	8,7	13,5	19,0	20,8	22,4	24,2
Total	4,3	10,4	15,5	16,3	19,4	20,3
Coefficiente de Importação/Consumo Aparente						
Setor por Intensidade de Fator						
Intensivo de Mão-de-obra	1,5	5,6	10,2	10,8	12,5	11,6
Intensivo em Tecnologia	6,9	15,3	20,6	23,6	28,7	32,1
Intensivo em Recursos Naturais	3,2	5,5	7,9	6,5	8,3	8,6
Intensivo em Capital	7,4	11,6	15,6	16,8	17,8	18,7
Total	4,5	10,6	15,1	15,8	18,4	19,3
Coefficiente de Importação/Produção						
Categoria de Uso						
Bens de Consumo Não Duráveis	2,5	4,2	7,0	6,7	7,7	7,9
Bens de Consumo Duráveis	7,4	12,2	17,5	19,5	26,6	29,3
Bens Intermediários	2,1	7,1	10,0	11,5	12,5	10,5
Bens de Capital	11,9	33,2	54,0	71,5	94,0	100,3
Total	4,3	10,4	15,5	16,3	19,4	20,3
Coefficiente de Importação/Consumo Aparente						
Categoria de Uso						
Bens de Consumo Não Duráveis	2,6	4,4	7,2	7,0	7,9	8,1
Bens de Consumo Duráveis	7,8	12,3	16,7	18,5	24,9	30,3
Bens Intermediários	2,2	7,5	10,3	11,4	12,2	10,4
Bens de Capital	11,4	28,0	39,0	46,9	54,8	57,0
Total	4,5	10,6	15,1	15,8	18,4	19,3

FONTE: MOREIRA (1999a)

Enfim, o recente ciclo de investimento estrangeiro direto elevou a propensão a importar e reduziu a propensão a exportar da economia. 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 gerar os excedentes cambiais necessários à cobertura do déficit nas transações correntes foi sendo minada.

2 O PROGRAMA BRASILEIRO DE ESTABILIZAÇÃO: ÂNCORA CAMBIAL COM LIVRE FLUXO DE CAPITAIS

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, característico dos anos 80, 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 (1994). Esta foi a condição indispensável para a utilização da taxa de câmbio como âncora nominal (*crawling peg*). 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 e BELLUZZO, 1996 e PRATES, 1999).

A despeito da estabilização de preços – a taxa de inflação caiu de 1.093,8% em 1994 para 14,78% em 1995, e atingiu 1,71% em 1998 –, 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 passivo externo bruto – dívida externa total e estoque de investimentos estrangeiros diretos – passou a representar 52,2% do PIB no final de 1998, sendo que US\$ 161,6 bilhões correspondem ao estoque de investimento estrangeiro direto, e US\$ 243,1 bilhões à dívida externa total (tabela 7).

TABELA 7 - PASSIVO EXTERNO BRUTO TOTAL E SEU CUSTO ANUAL NOMINAL – 1993-1999

ESPECIFICAÇÃO	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999 ⁽¹⁾
Passivo Externo Total (US\$ bilhões) ⁽²⁾	218,4	239,4	256,2	307,0	359,7	404,7	346,9
Passivo Externo em % do PIB	50,8	44,1	36,3	39,6	44,9	52,2	62,6
Custo Anual Nominal ⁽³⁾	11,4	11,0	14,1	16,6	20,9	23,5	23,7
Custo Médio do Endividamento Total ⁽⁴⁾	6,9	5,6	7,2	8,0	8,0	8,0	8,5

FONTE: Notas para Imprensa - Banco Central do Brasil

(1) Estimativa.

(2) Passivo Externo Total = Dívida Extrema Total + Estoque de Capital Estrangeiro Investido Diretamente.

(3) Custo Anual do Passivo Externo = Remessa Bruta de Lucros e Dividendos + Pagamento de Juros Brutos.

(4) Taxa de juro média.

A dívida externa cresceu aceleradamente, passando de US\$ 159,3 bilhões no final de 1995 para US\$ 243,2 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\$ 146,2 bilhões em dívidas externas, enquanto o setor público não financeiro, US\$ 95,5 bilhões (tabela 8). O saldo deficitário em transações correntes aumentou de US\$ 17,9 bilhões em 1995 para US\$ 33,6 bilhões em 1998, representando 4,33% do PIB (tabela 9). Entre 1995 e 1998, o déficit acumulado nas transações correntes foi de US\$ 108,1 bilhões, sem gerar aumento de capacidade exportadora – o déficit comercial foi de US\$ 23,8 bilhões.

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, durante todo o período.

TABELA 8 - DÍVIDA EXTERNA TOTAL POR DEVEDOR - BRASIL - DEZ 1995/OUT 1999

DÍVIDA EXTERNA	US\$ milhões (final de período)				
	DEZ 1995	DEZ 1996	DEZ 1997	DEZ 1998	DEZ 1999 ⁽¹⁾
Dívida de médio e longo prazo ⁽²⁾	128 732	142 148	163 283	215 134	212,596
Setor público não financeiro	91 421	88 431	79 967	92 154	⁽⁴⁾ 96 939
Setor privado	37 311	53 717	83 316	122 980	115 657
Dívida de curto prazo	30 524	37 787	36 715	26 643	28 460
Setor público não financeiro	3 708	5 232	5 737	3 383	3 318
Obrigações do Banco Central	287	70	42	28	0
Linhas de crédito	3 421	5 162	5 695	3 355	3 318
Setor privado	26 816	32 555	30 978	23 260	25 142
Obrigações de bancos comerciais	26 235	30 611	26 501	21 810	22 095
Dívida de curto prazo registrada ⁽³⁾	-	1 944	4 477	5 349	5 875
Resolução n ^o 2.148 (financiamento rural)	581	1 944	4 003	1 399	-
Outras ⁽⁴⁾	-	-	474	51	-
DÍVIDA EXTERNA TOTAL	159 256	179 935	199 998	241 777	241 056
<i>Memorandum</i>					
Dívida externa/exportação	342,44	376,85	377,40	472,77	502,08
Serviço da dívida externa/exportações	38,9	56,90	81,40	96,70	136,9

FONTE: Notas para Imprensa - Banco Central do Brasil

(1) Inclui as variações cambiais, dados preliminares.

(2) Dívida registrada no Banco Central do Brasil.

(3) Inclui empréstimos para repasses a empresas exportadoras e *brigde-loans*.

(4) Inclui US\$ 20,4 bilhões referentes aos desembolsos provenientes do empréstimo do FMI.

TABELA 9 - BALANÇO DE PAGAMENTOS EM TRANSAÇÕES CORRENTES - BRASIL - 1993-1999

BALANÇO	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Balança comercial	13 307	10 466	-3 352	-5 539	-8 364	-6 591	-1 207
Exportações	38 563	43 545	46 506	47 747	52 990	51 140	48 011
Importações	25 256	33 079	49 858	53 286	61 354	57 731	49 219
Serviços (líquido)	-15 585	-14 743	-18 594	-20 484	-27 289	-28 798	-25 207
Juros	-8 280	-6 338	-8 158	-9 173	-10 390	-11 948	-15 164
Lucros e dividendos ⁽¹⁾	-1 931	-2 566	-2 974	-2 905	-5 748	-7 181	-4 058
Outros ⁽²⁾	-5 374	-5 839	-7 462	-8 406	-9 669	-11 294	-5 985
Transferências unilaterais	1 686	2 588	3 974	2 900	2 216	1 778	2 040
Saldo em transações correntes	-592	-1 689	-17 972	-23 123	-33 437	-33 611	-24 374
<i>Memorandum</i>							
Saldo em transações correntes/PIB	0,00	-0,20	-2,68	-2,98	-4,16	-4,33	-4,38
Exportação/PIB	9,00	8,00	6,60	6,20	6,60	6,70	8,50
Transações correntes/reservas	-	4,63	35,62	39,19	60,01	77,06	69,08
Juros/exportações	-	14,45	17,54	19,21	19,61	23,36	31,78
Dívida externa/exportações	-	340,55	342,44	376,85	377,40	472,77	502,08

FONTE: Notas para Imprensa - Banco Central do Brasil

(1) Inclui lucros reinvestidos.

(2) Inclui viagens internacionais, transportes, seguros etc.

Esse movimento foi agravado pela percepção de que o regime cambial e monetário gerava endogenamente um desequilíbrio crescente entre o volume de reservas e a massa de ativos financeiros domésticos, inchados pela elevada taxa de juros doméstica. No momento inicial do Plano Real, a situação financeira do setor público brasileiro era bastante confortável. O governo anterior havia realizado um ajuste fiscal e do endividamento público de grandes proporções. Em 1993, o governo apresentava um superávit primário de 2,6% do PIB e tanto

a dívida líquida do setor público quanto a dívida mobiliária eram relativamente reduzidas como proporção do PIB (tabelas 10 e 14). Entretanto, o estoque de títulos federais fora do Banco Central saltou de R\$ 61,7 bilhões em dezembro de 1994 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 (tabela 12). Esse crescimento do estoque de dívida pública mobiliária interna relacionou-se com a necessidade de captar recursos estrangeiros para financiar os déficits em transações correntes e acumular reservas internacionais que eram “esterilizadas” mediante a emissão de títulos públicos. Ademais, o estoque crescente de papéis relacionou-se com as elevadas taxas de juros nominais que, entre 1995 e 1998, ficaram na média em torno dos 33% a.a. Foram esses fatores que alimentaram continuamente a dívida pública mobiliária e não os gastos excessivos do governo. A evolução da dívida pública interna inclui, portanto, um fenômeno de natureza monetária e financeira, certamente com graves implicações de ordem fiscal.

TABELA 10 - INDICADORES GERAIS DA ECONOMIA BRASILEIRA - 1993-1999

INDICADOR	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
PIB (US\$ bilhões corrente)	429,70	541,20	704,10	774,80	803,60	775,00	556,60
PIB (R\$ bilhões julho/99)	849,80	899,60	937,50	963,40	998,00	997,70	1 005,90
Taxa de Crescimento do PIB	4,92	5,85	4,22	2,76	3,68	-0,12	0,82
Indústria	7,01	6,73	1,91	3,73	5,52	-1,34	-1,66
Agropecuária	-0,07	5,45	4,08	4,06	2,69	-0,02	8,99
Taxa de Cresc. PIB <i>per capita</i>	3,36	4,33	2,76	1,25	2,20	-1,45	-0,50
FBKF a preços de 1980 (% do PIB)	14,4	15,30	16,70	16,50	17,90	17,40	15,60
Nível de Utilização da Capacidade Instalada	80,40	77,40	78,80	78,40	78,90	78,60	78,00
IPC-FIPE Indexes ⁽¹⁾	2 491,00	1 173,00	23,17	10,04	4,83	-1,79	8,64
Salário Mínimo (US\$)	110,13	112,90	112,78	113,74	81,19
Renda Média Real ⁽²⁾	9,00	6,00	11,00	7,00	2,00	0,00	-5,50
Pobres (milhões)	59,40	-	50,20	50,10	51,50	50,10	-
Indigentes (milhões)	27,80	-	21,60	22,40	22,50	21,40	-
Índice de Gini	0,60	-	0,58	0,58	0,58	0,57	0,56
Trabalho Formal (%) ⁽³⁾	50,50	49,20	48,40	46,70	46,40	45,80	44,50
Trabalho Informal (%) ⁽³⁾	23,10	23,70	24,10	24,80	24,80	25,40	26,40
Taxa de Desemprego ⁽⁴⁾	5,31	4,96	4,63	5,46	5,66	7,60	7,60
Taxa de Desemprego ⁽⁵⁾	14,70	14,20	13,20	15,00	15,70	18,20	19,50
Resultado Fiscal Primário ⁽⁶⁾	-2,60	-5,30	-0,40	0,10	1,00	0,00	-3,13
Resultado Fiscal Nominal ⁽⁶⁾	58,20	45,20	7,20	5,90	6,10	8,00	9,50
Juros Pagos pelo Setor Público	25,45	25,93	46,95	35,40	33,04	77,29	125,99

(R\$ bilhões julho/99)

FONTE: Indicadores DIESP - FUNDAP

(1) Índice de Preços ao Consumidor da Fundação Instituto de Pesquisa Econômica (IPC-FIPE).

(2) Evolução do rendimento médio real das pessoas ocupadas, em percentagem, com relação ao ano anterior, calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) – Pesquisa Mensal de Emprego.

(3) Participação dos trabalhadores com carteira assinada (formal) e sem carteira assinada (informal) no mercado de trabalho.

(4) Taxa de desemprego aberto nas regiões metropolitanas, calculada pelo IBGE.

(5) Taxa de desemprego total e aberto na Grande São Paulo, calculada pelo Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Socioeconômicos (Dieese) e pela Fundação Sistema Estadual de Análise de Dados (Fundação Seade), em percentagem da População Economicamente Ativa (PEA).

(6) O conceito de Resultado Fiscal Primário exclui os gastos com juros e correção monetária e cambial da dívida pública. O conceito de Resultado Fiscal Nominal inclui os gastos com juros e correção monetária e cambial da dívida pública. Valores em percentagem do PIB; sendo que (+) Déficit, (-) Superávit.

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. A isso juntaram-se outras fontes de déficit fiscal (Estados e municípios, recursos

do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional – Proer⁴ –, recursos do Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária – Proes⁵ – etc.). 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.

QUADRO 1 - RECURSOS UTILIZADOS NA REESTRUTURAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO PRIVADO BRASILEIRO - SITUAÇÃO EM 30.04.1999

INSTITUIÇÃO	FINALIDADE	R\$ milhões				
		EMPRÉSTIMO TOMADO ⁽¹⁾	VALOR PAGO	DÍVIDA REMANESCENTE ⁽²⁾	RESERVAS BANCÁRIAS E FGC ⁽³⁾	TOTAL ⁽⁴⁾
Nacional (1995/96)	Transferência de atividades para o Unibanco	5 898,00	1 100,00	7 612,00	7 232,00	14 844,00
Econômico (1996)	Transferência de atividades para o Banco Excel, formando o Excel-Econômico atual BBV	5 226,00	0	6 870,00	2 539,00	9 409,00
Banorte (1996)	Transferência de atividades para o Bandeirantes	0,476	0,471	0,036	⁽⁵⁾ 0,636	⁽⁵⁾ 1 465,00
Mercantil de Pernambuco (1996)	Transferência de atividades para o Banco Rural Mercantil	0,530	0	0,689		
Pontual (1996)	Compra do Banco Martinelli, originando o Banco Pontual-Martinelli	0,125	0,180	0		
Antônio de Queiroz (1996)	Incorporação pelo United (grupo Mansur), passando a se chamar Crefisul	0,120	0,071	0,104		
Bamerindus (1997)	Transferência de atividades para o HSBC Bamerindus	2 945,00	3 768,00	0	4 455,00	4 455
Caixa Econômica Federal	Compra de carteiras mobiliárias do Econômico, Banorte e Bamerindus	5 037,00	0	7 587,00	0	7 587,00
TOTAL		20 357,00	5 590,00	22 898,00	14 862,00	37 760,00

FONTE: Banco Central do Brasil

(1) Em valor histórico.

(2) Inclui principal e encargos.

(3) O relatório da CPI dos Bancos inclui no custo de reestruturação dos bancos R\$ 1,9 bilhão do Fundo Garantidor de Crédito, que se trata de um fundo garantidor dos depósitos dos correntistas e dos poupadores até o valor de R\$ 20 mil. e US\$ 12,9 bilhões das reservas bancárias utilizadas pelo Banco Central no socorro dos bancos.

(4) Constitui a soma dos recursos do PROER com os do Fundo Garantidor de Crédito e das Reservas Bancárias.

(5) Inclui a soma das operações do Banorte, Mercantil e Crefisul.

⁴Trata-se de um mecanismo de financiamento da absorção de bancos em dificuldades por instituições saudáveis. Os passivos e 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, o total de recursos liberados por esse programa atingiu R\$ 20,35 bilhões (4% do PIB), dos quais o Banco Central recuperou R\$ 5,59 bilhões, acrescidos de encargos. A dívida remanescente soma R\$ 22, 898 bilhões, se desconsideramos os recursos provenientes do Fundo Garantidor de Crédito, uma instituição privada, e os das reservas bancárias também utilizados pelo Banco Central na reestruturação do sistema financeiro privado brasileiro, segundo o relatório da CPI dos Bancos do Senado Federal (BRASIL. Senado Federal, 1999, p.299) (quadro 1).

⁵Mediante a Circular n.º 2742, de 1997, o Banco Central definiu as instituições financeiras, sob controle dos estados da federação, que poderiam solicitar o apoio financeiro do Proes, e definiu as condições de acesso aos recursos. O volume de recursos utilizados na reestruturação dos bancos estaduais atingiu R\$ 60,3 bilhões em meados de julho de 1999 (ver quadro 2).

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), sendo que no final de dezembro de 1998 a duração média dos títulos públicos era de 3,3 meses e o prazo médio 6,4 meses. 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 prefixados 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 12 mostra a mudança ocorrida na composição da dívida pública mobiliária: os títulos pós-fixados saltaram de 26,7% para 75,8% do total, entre maio e dezembro de 1998, os títulos com correção cambial pularam de 17,7% para 21% e os prefixados reduziram-se de 55,6% para 3,5%, no mesmo período. Estes eram sintomas evidentes de uma crise monetária e cambial em gestação.

TABELA 11 - FINANCIAMENTO EFETIVO DO TESOUREIRO NA REESTRUTURAÇÃO DOS BANCOS ESTADUAIS

ESTADOS	R\$ Milhões	ESTADOS	R\$ Milhões
Acre	131,1	Paraná	2 687,4
Alagoas	427,3	Pernambuco	1 244,4
Amapá	28,8	Piauí	112,5
Amazonas	357,0	Rio Grande do Norte	100,9
Bahia	1 599,2	Rio Grande do Sul	2 451,9
Ceará	984,7	Rio de Janeiro ⁽¹⁾	6 967,6
Espírito Santo	260,4	Rondônia	549,2
Goiás	476,3	Roraima	40,0
Maranhão	332,0	Santa Catarina	266,3
Mato Grosso	193,1	São Paulo ⁽²⁾	36 126,5
Minas Gerais	4 798,2	Sergipe	41,0
Pará	127,4	TOTAL	60 303,2

FONTE: Banco Central do Brasil, citado por RIBEIRO (1999)

(1) Financiamentos contraídos fora do Proes; inclui R\$ 3.880 bilhões contratados diretamente com o Banco Central e R\$ 3.088 em linha de crédito com aval da União para cobrir despesas esperadas com o fundo de pensão Banerj.

(2) Financiamentos contraídos fora do Proes.

TABELA 12 - EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA - BRASIL - 1994-1999

ANO/MÊS	SALDO (R\$ milhões)	PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL POR INDEXADOR		
		Pós-fixado ⁽¹⁾	Prefixado	Cambial
1994				
Dezembro	61 782	51,5	40,2	8,3
1995				
Dezembro	108 486	52,0	42,7	5,3
1996				
Dezembro	176 211	29,6	61,0	9,4
1997				
Dezembro	255 509	43,7	40,9	15,4
1998				
Janeiro	266 074	43,0	41,3	15,7
Fevereiro	271 450	39,4	44,8	15,8
Março	287 814	34,2	50,7	15,1
Abril	290 893	29,5	53,6	16,9
Maiο	294 260	26,7	55,6	17,7
Junho	297 002	48,4	35,1	16,5
Julho	304 873	60,9	21,9	17,2
Agosto	302 278	67,6	13,0	19,4
Setembro	292 729	71,6	7,0	21,4
Outubro	314 325	64,7	14,2	21,1
Novembro	319 927	70,8	8,2	21,0
Dezembro	323 860	75,5	3,5	21,0
1999				
Janeiro	364 478	63,6	6,0	30,4
Fevereiro	379 522	62,7	7,4	29,9
Março	365 649	73,3	1,2	25,5
Abril	365 297	72,4	3,0	24,6
Maiο	372 975	70,1	5,1	24,8
Junho	383 133	67,9	8,1	24,0
Julho	384 203	65,0	10,7	24,3
Agosto	401 985	62,2	11,7	26,1
Setembro	403 359	62,9	10,8	26,3
Outubro	411 840	61,7	11,6	26,7
Novembro	412 568	62,7	11,3	26,0
Dezembro	414 901	66,6	9,2	⁽²⁾ 24,2

FONTE: Notas para Imprensa- Banco Central do Brasil

(1) Fundamentalmente, corrigidos pela taxa anual Selic, calculada com base em 252 dias úteis no ano, incluindo, porém, outros indexadores (IGP-M, Taxa Referencial, Taxa de Juros de Longo Prazo -BNDES) em menor proporção.

(2) O estoque de R\$ 100,4 bilhões em títulos públicos indexados ao câmbio serve como *hedge* para mais ou menos 40% da dívida externa do setor privado de US\$ 140,8 bilhões.

3 A MAXIDESVALORIZAÇÃO DA MOEDA BRASILEIRA E SEU MONITORAMENTO

Depois da crise asiática, a desconfiança em relação aos mercados emergentes se manifestou por meio de uma elevação dos *spreads* médios entre os papéis de maior risco e os títulos de igual prazo emitidos pelo Tesouro 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 York. Em meados de outubro de 1998, a equipe econômica brasileira buscou um aporte “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 americana. O acordo foi coordenado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) e os 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 investidores trataram de se antecipar a uma eventual desvalorização, buscando refúgio no dólar. Os detentores de depósitos à vista, títulos do governo, 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 portfólio, mudando a moeda em que estava denominada a riqueza, de ativos na moeda fraca para os denominados em moeda forte.⁶

A acelerada perda de reservas, em face do descrédito dos investidores nacionais e internacionais, tornou impossível a defesa do real (ver tabelas 1 e 13). 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, prefixados 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.⁷

A valorização prolongada do real provocou decisões de endividamento e de posse da riqueza que impediram ajustamentos virtuosos imediatamente após a correção do câmbio. A taxa de câmbio sofreu desvalorizações que foram muito além do necessário para supostamente transformar o déficit comercial em superávit. Houve “exagero” na desvalorização da moeda local em relação à divisa forte, que atingiu 64,08% em relação ao dólar em janeiro. Face ao temor de uma aceleração inflacionária – com passivos externos privados 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.

⁶Estima-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 distinguem 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-se 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%. (GOLDSTEIN, 1993).

⁷Por *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.

TABELA 13 – RESERVAS INTERNACIONAIS, TAXA DE JUROS E ÍNDICES DE PREÇOS – BRASIL – 1994-1999

ANO/MÊS	RESERVAS ⁽¹⁾	TAXA SELIC	REAL/US\$	IGP-DI ⁽²⁾	IPCA ⁽³⁾
1994			617,6	1.093,85	916,43
Dezembro	38,8	1.154,0	0,12	0,57	1,71
1995			14,29	14,78	22,41
Dezembro	51,8	38,9	0,72	0,27	1,56
1996			6,88	9,34	9,56
Dezembro	60,1	23,9	0,60	0,88	0,47
1997			7,40	7,48	5,22
Outubro (Crise asiática)	53,7	19,89	0,61	0,34	0,23
Novembro	52,0	45,84	0,61	0,83	0,17
Dezembro	52,2	39,83	0,59	0,69	0,43
1998			8,27	1,70	1,65
Janeiro	53,1	37,19	0,65	0,88	0,71
Fevereiro	58,8	34,32	0,60	0,02	0,46
Março	68,6	28,31	0,62	0,23	0,34
Abril	74,7	23,82	0,61	-0,13	0,24
Maiο	72,8	22,60	0,54	0,23	0,50
Junho	70,9	20,98	0,56	0,28	0,02
Julho	70,2	20,29	0,56	-0,38	-0,12
Agosto (Crise russa)	67,3	19,28	1,16	-0,17	-0,51
Setembro	45,8	34,33	0,74	-0,02	-0,22
Outubro	42,4	41,58	0,64	-0,03	0,02
Novembro	41,2	38,69	0,67	-0,18	-0,12
Dezembro	44,6	31,21	0,62	0,98	0,33
1999			48,01	19,98	8,94
Janeiro (Flutuação do dólar)	36,1	31,22	64,08	1,15	0,70
Fevereiro	35,5	39,00	4,11	4,44	1,05
Março	33,8	⁽⁴⁾ 45,00	-16,60	1,98	1,10
Abril	44,3	⁽⁵⁾ 39,50	-3,56	0,03	0,56
Maiο	44,3	⁽⁶⁾ 32,00	3,81	-0,34	0,30
Junho	41,3	⁽⁷⁾ 23,50	2,64	1,02	0,19
Julho	42,2	⁽⁸⁾ 21,00	1,11	1,59	1,09
Agosto	41,9	19,50	7,08	1,45	0,56
Setembro	42,6	⁽⁹⁾ 19,50	0,33	1,47	0,31
Outubro	40,0	19,00	1,60	1,89	1,19
Novembro	42,2	19,00	-1,55	2,53	0,95
Dezembro	36,3	19,00	-6,95	1,23	0,60

FONTE: Notas para Imprensa – Banco Central do Brasil

- (1) Valores em US\$ milhões, pelo conceito de liquidez internacional, que inclui dinheiro prontamente disponível e compromissos de médio e longo prazo. Inclui as parcelas dos recursos desembolsados pelo FMI – US\$ 9,3 bilhões em dezembro de 1998, US\$ 9,2 bilhões em março de 1999 e US\$ 1,1 bilhão em dezembro de 1999 –, mediante o acordo assinado em dezembro de 1998 no valor de US\$ 41,5 bilhões.
- (2) Índice Geral de Preços (IGP), calculado pela Fundação Getúlio Vargas.
- (3) Índice de Preços ao Consumidor Amplo, calculado pelo IBGE – Insituto Brasileiro de Geografia e Estatística –, constitui o índice oficial do governo para as metas de inflação.
- (4) 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.
- (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.
- (6) Em maio, a taxa de juros continuou sendo reduzida: de 32% a.a. para 29,5% a.a., e em seguida para 27% a.a. e no fim do mês para 23,5% a.a.
- (7) Em junho, houve novamente dois movimentos de queda, de 23,5% a.a. para 22% a.a., e no final do mês para 21% a.a.
- (8) Durante o mês de julho houve mais uma alteração. A taxa de juros caiu de 21% a.a. para 19,5% a.a.
- (9) Em meados de setembro, a taxa de juros caiu de 19,5% a.a. para 19% 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., desencadearam uma explosão 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 (tabela 14). 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, 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 somava R\$ 66,36 bilhões, foi de aproximadamente R\$ 48,55 bilhões. O custo das operações efetuadas no mercado de derivativos cambiais (*swaps* e mercado futuro de dólar), nos meses de janeiro e fevereiro de 1999, atingiu R\$ 7,6 bilhões. O custo restante – R\$ 47,17 bilhões – decorreu do impacto da maxidesvalorização cambial no estoque da dívida externa. A relação dívida pública/PIB passou de 42% no final de 1998 para 52% em fevereiro de 1999.

TABELA 14 - DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO - BRASIL – DEZ 1994/OUT 1999

DÍVIDA LÍQUIDA	DEZ/1994		DEZ/1995		DEZ/1996		DEZ/1997	
	Saldo (R\$ bilhões)	% PIB						
Dívida Líquida Total	153,2	28	208,5	30	269,2	33	308,4	35
Governo Federal e Banco Central	65,8	12	90,4	13	128,4	16	167,7	19
Gov. Estaduais e Municipais	51,1	9	72,5	10	93,4	11	115,9	13
Empresas Estatais	36,2	7	45,6	7	47,4	6	24,8	3

DÍVIDA LÍQUIDA	DEZ/1998		JAN/1999		FEV/1999		OUT/1999	
	Saldo (R\$ bilhões)	% PIB						
Dívida Líquida Total	385,9	42	484,1	52	500,8	52	516,16	47
Governo Federal e Banco Central	231,3	25	305,5	33	317,4	33	316,2	29
Gov. Estaduais e Municipais	130,9	14	140,0	15	143,3	15	170,8	16
Empresas Estatais	23,7	3	38,6	4	40,1	4	29,6	3

FONTE: Notas para Imprensa- Banco Central do Brasil - jan. 1998 e abr. 1999

NOTA: Inclui a dívida interna e a externa menos as reservas internacionais.

Desde o início da livre flutuação do câmbio, a cotação do dólar subiu a R\$ 2,20, caiu para R\$ 1,65, voltou a subir para R\$ 2,00 e em dezembro de 1999 estava em torno de R\$ 1,85, com perspectiva de cair ainda mais. Na verdade, a trajetória da taxa de câmbio desde a mudança do regime cambial pode ser decomposta em quatro fases (SILVEIRA, 1999). Na primeira, de meados de janeiro ao início de março, ocorreu uma desvalorização cambial descontrolada, com dois picos (final de janeiro e início de março) em que a cotação do dólar atingiu R\$ 2,20. Na segunda, entre março e meados de maio, houve uma forte valorização do real, que chegou a R\$ 1,65 na primeira quinzena de maio. Na terceira, de meados de maio ao final de outubro, aconteceu uma segunda onda de desvalorização cambial, com o dólar atingindo em outubro a sua cotação média mensal mais elevada do ano (R\$ 1,97). Na quarta, do final de outubro até dezembro, houve nova valorização (moderada) do real.

Na fase inicial, a taxa de câmbio flutuou livremente e as expectativas sobre o desempenho da economia brasileira eram altamente pessimistas. A segunda fase iniciou-se com o anúncio do Banco Central da autorização do FMI para utilização de US\$ 8 bilhões das reservas para suprir de liquidez o mercado de câmbio. Com a venda líquida de US\$ 3,4 bilhões no bimestre março/abril pelo Banco Central produziu-se um notável recuo do dólar. As intervenções do Banco Central no mercado de câmbio, transitando para um regime de flutuação administrada ou “regime de flutuação suja do câmbio”, a elevação da taxa de juros e uma ampla flexibilização das regras de entrada de divisas estrangeiras, 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. Essas medidas estimularam o retorno dos investidores forâneos e locais, proporcionando uma rápida reinserção nos fluxos de capitais internacionais. Esses capitais foram atraídos também pelos preços, em dólares, das ações e das empresas locais, públicas ou privadas. Ademais, o monitoramento conjunto do FMI com o Banco Central do Brasil e com os grandes bancos internacionais, sobretudo americanos, que voltaram a disponibilizar linhas de crédito comerciais, permitiu a transição do regime de câmbio livre para o câmbio flutuante administrado. Assim, a ação governamental – ampliando a oferta de dólar a partir das reservas ainda disponíveis, estimulando a entrada de capitais e normalizando as linhas de crédito comerciais – permitiu uma revalorização do real em relação ao dólar. Esse movimento de revalorização foi, sem dúvida, crucial para amenizar a situação dos devedores em dólares, uma vez que nem todos os agentes estavam protegidos por mecanismos de *hedge* cambial, e para aplacar as expectativas inflacionárias, impedindo a reindexação e as insolvências.

Contudo, a partir de maio a cotação do dólar voltou a apresentar uma trajetória ascendente, ao mesmo tempo em que o Banco Central permaneceu à margem do mercado cambial. Esse comportamento do Banco Central, permitindo a livre flutuação cambial, foi modificado no final de outubro, com o anúncio da renegociação junto ao FMI do piso das reservas líquidas e a disposição de intervir no mercado de câmbio (quadro 2). Em novembro, o piso para as reservas internacionais líquidas foi estabelecido em US\$ 20,9 bilhões, quando, inicialmente, previa-se um piso de US\$ 21,6 bilhões. Para dezembro, supôs-se que as reservas internacionais líquidas atingissem o patamar de US\$ 23,53 bilhões, sendo o piso de US\$ 20,3 bilhões. Desta forma, durante o mês de dezembro, poderiam ser utilizados US\$ 3,23 bilhões para intervir no mercado cambial. No acordo anterior, o piso para dezembro era de US\$ 22,3 bilhões.

QUADRO 2 - PISOS PARA AS RESERVAS INTERNACIONAIS LÍQUIDAS

ESPECIFICAÇÃO	NOV 1999	DEZ 1999	JAN 2000	FEV 2000	MAR 2000
Valor Esperado para as Reservas	25 173	23 532	23 652	24 202	23 757
Margem para Intervir no Mercado	4 183	3 232	4 702	4 452	2 407
Valor Mínimo para as Reservas	20 990	20 300	18 950	19 750	21 350
<i>Memorando</i>					
Piso anterior	22 600	22 300	não fixado	não fixado	não fixado

FONTE: Banco Central do Brasil

NOTA: As reservas internacionais líquidas excluem os recursos vinculados ao acordo com o FMI (R\$ 20,4 bilhões até dezembro de 1999).

A despeito da instabilidade, a variação da taxa de câmbio não passou a ser utilizada como guia generalizado na formação de preços domésticos. Houve apenas alguns repasses de custos de matérias-primas. Isso porque a abertura financeira e comercial, promovida durante os anos 90, desencadeou mudanças importantes no padrão de formação

de preços das empresas que atuam no país. A disponibilidade de crédito externo possibilitou a expansão das importações e a concorrência externa passou a ser a principal ameaça às empresas, induzindo mudanças em suas estratégias. Nesse contexto, as empresas tiveram de obter ganhos rápidos e intensos de produtividade logrados a partir de cortes de custos. A gestão de preços passou a se subordinar à necessidade de manter a participação no mercado mais do que à manutenção da margem de lucro. Esses elementos tiveram efeitos relevantes sobre a dinâmica dos preços durante o Plano Real e, em princípio, não foram alterados com a desvalorização.⁸ O Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA) aumentou 8,9%, os preços no atacado, muito sensíveis às variações da taxa de câmbio, subiram 29%, em 1999. Esse resultado indica que a desvalorização da moeda significou, sobretudo, um choque de custos. Essas pressões de custos foram absorvidas pela redução das margens de lucro e pela queda no custo salarial nominal por unidade produzida, em um contexto de demanda fraca e depressão no mercado de trabalho.

O nível de utilização da capacidade produtiva instalada flutuou em torno de 78%, de acordo com a Federação das Indústrias do Estado de São Paulo. De acordo com a pesquisa do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) – Pesquisa Mensal de Emprego –, a taxa de desemprego aberto nas regiões metropolitanas atingiu 7,6% em 1999. Contudo, segundo a pesquisa do Dieese e da Fundação Seade a taxa de desemprego total e aberto na região metropolitana de São Paulo foi de 19,3% em relação à População Economicamente Ativa (PEA). Nesta última, considera-se desempregado aquele trabalhador que esteve procurando emprego nos últimos meses; na primeira, apenas aquele que procurou emprego na última semana. A renda média das pessoas ocupadas caiu de 7,61%, em termos reais, em 1999, com relação ao ano anterior, e ampliou significativamente o processo de deterioração das condições de trabalho (ver tabela 10).⁹

Em meados de 1999, o Banco Central aderiu ao modelo de metas para a inflação (*inflation target*), definidas em bases anuais (8% para 1999, 6% para 2000 e 4% para 2001) e de forma bastante flexível, como parâmetro na condução da política monetária.¹⁰ Definiu-se um intervalo de tolerância (ou “banda”) de quatro pontos percentuais (de mais ou menos 2% em relação às metas anuais mencionadas). O índice de preço escolhido foi o Índice de Preço ao Consumidor Ampliado (IPCA). Porém, na carta de intenções do Brasil ao FMI, divulgada na primeira semana de dezembro, introduziu modificações significativas no sistema de metas de inflação, que tornaram o modelo consideravelmente mais rígido. Definiu-se um “mecanismo de consulta sobre a inflação”, que obriga o Banco Central a submeter o sistema ao controle do FMI. As metas, antes anuais, passaram a ser trimestrais. A variação do IPCA em 12 meses deverá ser de 7,5% em março de 2000, 7% em junho, 6,5% em setembro e 6% em dezembro. Além disso, o FMI decidiu introduzir uma nova banda, mais estreita, de apenas um ponto percentual para cima ou para baixo em relação às metas trimestrais fixadas. Se a inflação exceder o limite superior da banda estreita, o Banco Central “discutirá com os técnicos do Fundo a resposta de política apropriada”. A banda larga, de quatro pontos percentuais, foi mantida tal como definida pelo Banco Central. Se os tetos trimestrais dessa

⁸Para uma discussão sobre os mecanismos que resultaram na queda da taxa de inflação durante o Plano Real, ver ANDREI (1998).

⁹Segundo o IBGE, a queda na renda média real dos trabalhadores durante a década de 90 foi de 8%. A participação dos trabalhadores sem carteira assinada e, portanto, sem benefícios trabalhistas no mercado de trabalho, aumentou de 19,1% em 1991 para 26,4% em 1999. Por sua vez, a participação dos trabalhadores com carteira assinada caiu de 56,9% para 44,5% no mesmo período (RENDA média..., 2000).

¹⁰A sistemática de metas para a inflação foi estabelecida no Decreto n.º 3088, de 22/06/1999. Para uma discussão geral sobre esse regime monetário ver DELFIM NETTO (1999).

banda forem superados, as autoridades brasileiras “deverão fazer uma consulta à diretoria-executiva do FMI (...) antes de solicitar outras parcelas no âmbito do programa”. Assim, aumentou o risco de que o Banco Central, sob tutela mais detalhada do FMI, venha a ser forçado a responder com aumentos da taxa de juros, ou outras medidas restritivas no volume de crédito, a eventuais desvios da inflação em relação às metas.

No segundo semestre, ocorreu um forte debate entre os membros do governo e a imprensa especializada sobre uma possível aceleração da taxa de inflação, o que exigiria a mudança na direção da política monetária implementada pelo Banco Central. O IPCA acumulado atingiu 8,65% de janeiro a novembro, ultrapassando ligeiramente o teto da meta inflacionária definida para o ano de 1999 (8%), mas permanecendo dentro do intervalo de tolerância (de 6% a 10%). Porém, os índices inflacionários sinalizaram uma inflexão na tendência em dezembro e se confirmou a hipótese de que se estava diante de: a) um choque de oferta agrícola, proveniente da falta de estímulos à produção agrícola, acentuado pela seca em algumas regiões produtoras; b) um choque externo representado pela duplicação do preço do petróleo; c) contratos de privatização que garantiram reajustes tarifários automáticos por meio do IGP-M nos setores de energia elétrica, telecomunicações, pedágios etc., diante de frágeis agências reguladoras; e d) uma elevação exagerada da taxa de câmbio, com excessiva volatilidade.

SILVEIRA (1999), buscando os fatores de pressão sobre os preços ao consumidor ao longo do ano, desagregou os diferentes itens do Índice de Preços ao Consumidor da Fundação Instituto de Pesquisa Econômica (IPC-FIPE) nos seguintes grupos: preços administrados (tarifas públicas e combustíveis); preços sujeitos a variação sazonal forte (alimentos semi-elaborados, *in natura* e vestuário); “núcleo” da inflação (definido pelo comportamento dos demais preços, subdivididos em “comercializáveis” e “serviços”). Nessa perspectiva, a trajetória da inflação ao longo de 1999 pode ser decomposta em três períodos (tabela 15). No primeiro, entre janeiro e abril, a inflação subiu em decorrência de aumentos significativos de preços administrados e dos “comercializáveis”. No segundo, entre maio e junho, houve uma pequena deflação e um comportamento favorável de praticamente todos os grupos. No terceiro, entre julho e outubro, a inflação voltou a subir, sobretudo, devido à alta dos preços administrados e dos “preços com forte variação sazonal” (aumento significativo do preço da carne). Observa-se, então, que a maior pressão inflacionária (até outubro) veio dos preços administrados, cuja alta atingiu 18,2%. Já o chamado “núcleo” da inflação apresentou aumento de preços de apenas 3,1%, proveniente da alta de 5,7% nos preços dos “comercializáveis” (influenciados diretamente pela desvalorização cambial) e de uma deflação de 0,3% nos serviços.¹¹

Assim, face à ausência de evidências explícitas de pressões inflacionárias e de um sistema de “expurgo”, que poderia facilitar a condução da política monetária, o Banco Central deixou inalterada a taxa de juros (19%) em sua última reunião do ano. Por “expurgo” entende-se o desconto, a cada mês, das pressões inflacionárias secundárias e transitórias, a fim de apreender as influências mais duradouras, o chamado índice do “âmago inflacionário” (*core inflation*), este sim influenciado pela demanda global.¹²

¹¹Os estudos de BARROS e TOLEDO NETO (2000) atingiram resultados semelhantes: “quando o IPCA apontou uma inflação anualizada da ordem de 10% no final de 1999, notadamente por fatores específicos, as medidas de núcleo sugeriam inflações na faixa entre 4% e 5%”.

¹²A exclusão das variações sazonais do índice de inflação adotado nas metas inflacionárias, comum aos países que adotaram este mecanismo de política, não seria viável no Brasil, em virtude das reações sociais negativas que tal forma de mensuração desencadearia, bem como das possíveis manipulações nos índices de preços, ocorridas em passado recente. Isso revela a frágil credibilidade do Banco Central do Brasil.

TABELA 15 - EVOLUÇÃO DOS PREÇOS AO CONSUMIDOR (IPC) - BRASIL - 1999

ESPECIFICAÇÃO	TAXA DE VARIAÇÃO ACUMULADA (%)			
	Janeiro-Abril	Mai-Junho	Julho-Outubro	Janeiro-Outubro
Índice FIPE	2,97	-0,45	3,93	6,53
Preços Administrados	4,63	0,47	12,57	18,20
Preços com Forte Variação Sazonal	1,88	-1,58	3,55	3,55
Núcleo da Inflação	2,62	0,17	0,50	3,07
Comercializáveis	4,74	0,24	0,89	5,70
Serviços	-0,07	0,08	0,00	-0,33

FONTES: BOLETIM DE CONJUNTURA, Rio de Janeiro : UFRJ/IE, v.19, n.4, dez.1999, a partir dos dados originais da Fundação Instituto de Pesquisa Econômica (FIPE) da Universidade de São Paulo

Enfim, concebida para promover o ajustamento externo, a política econômica adotada depois da maxidesvalorização – flutuação da taxa de câmbio combinada com a redução gradual da taxa de juros – com o apoio das entidades multilaterais (FMI, World Bank, BID) permitiu um substancial recuo da cotação do dólar, em maio e junho, atenuando as pressões inflacionárias que também foram reprimidas pelo aprofundamento da recessão que já vinha instalada desde meados de 1998. O êxito logrado em mitigar o impacto inflacionário, junto com a redução da taxa de juros, suavizou o processo recessivo. Em meados de 1999, formou-se nos mercados financeiros um clima auspicioso de que a economia brasileira havia ultrapassado o fortíssimo impacto da maxidesvalorização sem reacender a indexação inflacionária e sem mergulhar numa recessão de grande profundidade (CARVALHO, 1999). Em 1999, a taxa de crescimento do PIB revelou-se ligeiramente positiva, 0,82% (ver tabela 10).¹³

A política econômica do real foi eficiente para estabilizar os preços, mas aumentou a vulnerabilidade do balanço de pagamentos, com desestruturação do setor industrial, e deteriorou as contas públicas. Os resultados da balança comercial foram decepcionantes. Apesar de uma desvalorização nominal de 48% e de uma queda de 14,7% das importações, a balança comercial registrou um déficit de US\$ 1,2 bilhão em 1999, uma vez que as exportações caíram 6,1% em termos de valor. Condições adversas de preços no mercado internacional – particularmente entre os produtos básicos e semimanufaturados – inviabilizaram a retomada das vendas externas. As importações de bens de consumo, mais sensíveis à desvalorização do real, foram as que mais se retraíram (-31,3%), seguidas das de bens de capital (-15,8%) e das compras de matérias-primas e produtos intermediários (-10,3%). Esse comportamento assimétrico entre importação e exportação resultou numa perda estimada de 12% nos termos de troca com o exterior (BALANÇA COMERCIAL, 2000).

A combinação de câmbio valorizado e juros elevados prevalecente durante a estabilização do real desestimulou os projetos voltados para a diversificação da pauta de exportações, especializando-se em produtos menos nobres, quer de origem agrícola¹⁴ quer industrial, promoveu importações “predatórias” e aumentou a participação da propriedade estrangeira no estoque de capital doméstico. A participação estrangeira chegou a 93% na indústria automobilística, 89% no setor de higiene, limpeza e cosméticos, 79% na indústria eletroeletrônica e 75% no setor de telecomunicações (BATISTA JR., 1999a). Os fatores

¹³Durante os anos 90, a taxa média de crescimento do PIB brasileiro situou-se em torno de 1,6%. Em 1998, apresentou queda de 0,12% em relação a 1997, segundo o IBGE.

¹⁴De acordo com a Secretaria de Produção e Comercialização do Ministério da Agricultura, em 1999, o setor agropecuário gerou 41,25% das exportações brasileiras, produzindo um superávit comercial de US\$ 13,4 bilhões (tabela 16).

acima, juntamente com a queda dos preços das *commodities*, ajudam a explicar o lento processo de resposta das exportações à desvalorização do câmbio e o aumento das remessas de lucros, juros e dividendos ao exterior. Essa dinâmica pôs em evidência a vulnerabilidade do balanço de pagamentos. O total de juros enviado ao exterior foi crescente durante toda a década e atingiu US\$ 15,2 bilhões em 1999; os lucros e dividendos remetidos foram de US\$ 4 bilhões. Por conseguinte, o déficit em conta corrente foi de US\$ 24,4 bilhões, sendo coberto pela entrada de US\$ 31,5 bilhões em investimento estrangeiro direto (ver tabelas 1 e 9). Assim, uma das principais fontes do déficit é rígida (remessa de juros e lucros) e decorre do serviço de um passivo externo elevado e em expansão.

Quanto à dívida líquida do setor público, o acordo com o FMI impôs um nível máximo de R\$ 513,5 bilhões (49,3% do PIB) para dezembro de 1999. Em valores absolutos, esse limite foi ligeiramente ultrapassado, pois a dívida líquida alcançou R\$ 516,6 bilhões, mas em proporção do PIB a meta foi cumprida, manteve-se em 47% do PIB, dado o melhor desempenho do denominador. Durante o ano de 1999, houve uma pequena queda na participação dos títulos pós-fixados no total dos títulos públicos federais: depois de atingir um máximo de 73,3% em março, reduziu-se para 66,6% em dezembro. Esse movimento, como se afirmou acima, refletiu as dificuldades do governo rolar sua dívida a partir da colocação de títulos prefixados, em um ambiente de forte incerteza e, conseqüentemente, com expectativa de aumento nas taxas de juros. A incerteza sobre o patamar das taxas de juros futuras levou o mercado financeiro a preferir não carregar os títulos prefixados ou a exigir prêmios de risco muito altos para comprá-los.¹⁵ Como resultado, o governo passou a colocar títulos pós-fixados – remunerados pela taxa *overnight*/Selic – para garantir a rolagem, o que representou uma deterioração do perfil da dívida pública.

Em novembro, o Banco Central anunciou um conjunto de medidas de incentivo ao alongamento do perfil da dívida pública, com títulos prefixados (a dívida pública no mercado somava R\$ 411,8 bilhões em outubro, com duração média de 3,77 meses, sendo predominantemente pós-fixada ou indexada à taxa de câmbio).¹⁶ De modo geral, a meta do governo é aumentar a liquidez dos títulos prefixados, principalmente via consolidação de um mercado secundário. Com o aumento da liquidez desses títulos, o governo pretende tornar mais atraentes os papéis com vencimento de prazo mais longo, reduzindo ao mesmo tempo seus custos de colocação.

A despeito dessas decisões do Banco Central, o encilhamento financeiro do setor público atingiu níveis sem precedentes, a relação juros da dívida pública/PIB subiu de 3,2%, na média de 1990/94, para 5% entre 1994/98. Em 1998, o peso dos juros tinha se tornado claramente dominante na composição do déficit público. Neste ano as despesas com juros nominais da dívida atingiram cerca de 8% do PIB. Esse caráter financeiro do déficit público continuou a se agravar em 1999. No final de dezembro o déficit nominal do setor público atingiu R\$ 96,2 bilhões, ou 9,5% do PIB, e o volume de juros de todas as esferas de governo - União, Estados e Municípios - e empresas estatais somou R\$ 127,2 bilhões. O superávit primário acumulado - conceito que exclui despesas com juros e correção da dívida - chegou a R\$ 31,0 bilhões (3% do PIB), melhor que o previsto no acordo com o FMI, que era de R\$ 30 bilhões.

¹⁵As 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 (PINTO, 1999a).

¹⁶No *Memorando de Política Econômica* enviado ao FMI, em 2/12/1999, estabeleceu a necessidade de se estancar o crescimento da dívida mobiliária interna atrelada ao dólar. Isso significará a redução da oferta de *hedge* cambial pelo governo ao mercado (MEMORANDUM...).

TABELA 16 – BALANÇA COMERCIAL DO SETOR AGROPECUÁRIO - BRASIL - 1999

PRODUTOS	US\$ bilhões		
	EXPORTAÇÃO	IMPORTAÇÃO	SALDO
Complexo soja	3 732,7	427,7	3 305,0
Café e seus produtos	2 441,2	20,3	2 420,9
Papel e celulose	2 144,4	787,7	1 356,7
Couros e calçados	2 099,2	240,4	1 858,8
Carnes e pescados	2 032,7	385,9	1 646,7
Cana, açúcar e álcool	2 010,0	56,8	1 953,2
Madeira	1 391,0	56,1	1 334,9
Sucos de frutas	1 340,0	153,7	1 186,3
Fumo e tabaco	961,2	13,3	947,9
Frutas e hortaliças	351,3	424,9	-73,6
Algodão e fibras têxteis vegetais	221,1	419,0	-198,0
Cacau e seus derivados	158,0	125,2	32,8
Bebidas	122,7	149,1	-26,4
Cereais e seus derivados	74,2	1 462,5	-1 388,2
Adbos e fertilizantes	38,3	863,8	-825,6
Laticínios	15,7	445,4	-429,8
Outros	672,2	330,7	341,5
Total Agronegócios	19 806,0	6 362,6	13 441,4
Balança Comercial	48 011,5	49 210,3	-1 198,9
Agronegócios/ Balança Comercial (%)	41,2	12,9	-

FONTE: Ministério da Agricultura/Secretaria de Produção e Comercialização, apud ZANATTA (2000)

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS: O APROFUNDAMENTO DA INSERÇÃO INTERNACIONAL PASSIVA

Espera-se ter mostrado que o modelo de estabilização com abertura financeira e comercial e liberalização do mercado cambial foi acompanhado de um rápido crescimento do passivo externo da economia. O ciclo de endividamento externo, associado à expansão do crédito internacional nos anos 90, ou melhor, a nova etapa de dependência do financiamento externo aumentou consideravelmente a vulnerabilidade da economia brasileira a um choque externo. E, nem bem o país livrava-se da crise da dívida dos anos 80, já se encontrava mergulhado em uma nova crise cambial e, por conseguinte, sob um novo programa de ajustamento do FMI.

Pode-se apreender, então, 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 “inimpreáveis” pelo atual presidente (CARDOSO, s.d.).¹⁷ Vai ficando claro que os grandes bancos e 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

¹⁷Segundo uma projeção de Márcio Pochmann, professor do Instituto de Economia 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. Cf. TOLEDO (1999).

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. Assim, perdeu-se capacidade de direcionar o crescimento autônomo que derivaria do investimento industrial nos novos setores dinâmicos. E subordinou-se a política econômica e as metas de crescimento da economia às flutuações dos mercados de capitais mundializados, que passam abruptamente da euforia à depressão (KREGEL, 1996, p.43). Essa estratégia de internacionalização e de financeirização¹⁸ da riqueza e da renda dos estratos superiores (de cada R\$ 8,00 do déficit público, R\$ 7,00 foram pagamentos de juros em 1998), 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.

Essa política econômica também implicou efeitos deletérios nas relações entre a empresa pública e o setor privado nacional. Havia uma interação virtuosa entre o investimento e o gasto público e as decisões privadas durante o período caracterizado como nacional desenvolvimentismo. O governo atual ignorou o papel estratégico dos gastos de investimento do setor produtivo estatal na coordenação das decisões privadas. Talvez, o resultado teria sido menos desastroso se o processo de privatização tivesse permitido a diversificação setorial e o fortalecimento financeiro e tecnológico da grande empresa nacional privada, aumentando a sua capacidade de concorrer no mercado interno e internacional. Até dezembro de 1999, as privatizações arrecadaram um volume de US\$ 63,5 bilhões, sendo aproximadamente US\$ 28,2 bilhões (44,4%) de origem estrangeira necessários para consolidar os déficits crescentes do balanço de pagamentos (tabela 16).¹⁹

O acordo com o Fundo Monetário Internacional caracterizou o aprofundamento desta estratégia de inserção internacional passiva, com liberalização cambial e dos mercados financeiros privados. 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, entre outras". As elites dirigentes optaram por redobrar a aposta no modelo, atendendo aos sinais da comunidade financeira internacional. É como se a adoção dessa política fosse um imperativo histórico, inescapável.

Nessa perspectiva, o presidente do Banco Central do Brasil, Armínio Fraga, após o reingresso do Estado brasileiro ao mercado internacional de títulos, com a emissão de um bônus de US\$ 3 bilhões em abril de 1999, defendeu a implementação de uma política que promovesse mais desregulamentação do sistema financeiro doméstico – redução do direcionamento compulsório 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 Basiléia) (LUCCHESI, 1999; PINTO, 1999). Além disso, em meados de novembro o Banco Central anunciou que pretende instituir a livre

¹⁸Cf. BRAGA (1997).

¹⁹Cf. FURNAS (2000): "o programa de privatização brasileiro, embora eficaz no sentido de vender o controle das empresas públicas e maximizar o volume de recursos arrecadados para o governo no curto prazo, vem sofrendo sério desgaste no que diz respeito à desnacionalização da economia, à não preservação de grandes estruturas empresariais capazes de competir internacionalmente, à redução das dimensões do mercado de capitais brasileiro e, até mesmo, à menor arrecadação final para o Tesouro num horizonte de longo prazo".

convertibilidade do real – a possibilidade de trocar moeda nacional por estrangeira sem restrições – no primeiro semestre de 2000. Atualmente, as pessoas físicas somente podem comprar sem identificação até US\$ 10 mil em moeda estrangeira e parte da remessa de moeda estrangeira para o exterior deve ser realizada pela chamada CC-5 (criada originalmente para transações de investidores não residentes no país).²⁰ Pelas novas regras, não haveria limites para a compra de moeda estrangeira pelas pessoas físicas e a remessa de moeda estrangeira para o exterior ficaria livre, mas terá de ser declarada no Imposto de Renda. As contas em moeda estrangeira no país continuariam proibidas (PINTO, 2000). Portanto, o Banco Central pretende aprofundar a liberalização dos movimentos de capitais, desregulamentando o mercado de câmbio, e oferecer maiores facilidades e garantias para as remessas de rendimentos para o exterior.

TABELA 17 - RESULTADO DAS PRIVATIZAÇÕES NO BRASIL

SETORES	US\$ milhões							
	Realizadas							Projeção
	1991/94	1995	1996	1997	1998	1999	Total	
Siderurgia	5 643	-	-	-	-	-	5 643	-
Química/Petroquímica	1 784	-	-	-	-	-	1 784	-
Energia	-	520	3 095	10 521	6 183	2 311	22 630	8 686
Telecomunicações	-	-	-	1 391	12 302	6 591	20 285	8 619
Mineração	6	-	-	3 299	-	-	3 305	-
Instituições Financeiras	-	-	-	686	647	147	1 480	1 626
Transportes	241	-	1 501	528	1 074	21	3 365	-
Saneamento	-	-	-	-	-	-	-	1 410
Particip. Minoritárias	436	605	867	2 526	79	330	4 843	6 377
Outros	103	-	-	-	-	49	152	-
Total	8 213	1 125	5 463	18 951	20 285	9 449	63 487	26 719
<i>Memorandum</i>								
Governo Federal	8 213	1 125	4 195	5 196	12 492	6 547	37 768	22 566
Governos Est. e Munic.	-	-	1 268	13 755	7 793	2 903	25 718	4 153
Capital Nacional	nd	nd	2 818	13 702	14 164	663	-	-
Capital Estrangeiro	nd	nd	2 645	5 249	6 121	8 788	-	-

FONTE: BNDES e Banco Central, projeção Citibank (*apud* BITTENCOUT, 2000)

Em nome dessa estratégia, continua-se a propor inúmeras reformas, consideradas imprescindíveis para o país retomar o crescimento, aprofundando a desestruturação dos mecanismos de funcionamento do capitalismo brasileiro. Em nome da modernização, a economia brasileira, com um dos sistemas industriais mais integrados entre os países em desenvolvimento, passará por novos processos de desindustrialização, de desnacionalização e de crescente endividamento externo, uma vez que a “inserção internacional” continuará a ser orientada na direção de ganhos de produtividade impostos aos produtores locais pela concorrência externa; o crescimento dependerá fundamentalmente do investimento estrangeiro; e as condições de financiamento da economia vão estar atreladas ao avanço da liberalização financeira, na busca de uma suposta convergência entre as taxas de juros internas e as internacionais.

Espera-se ter mostrado os limites e contradições internas da 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

²⁰De acordo com um estudo do Banco Central foram remetidos para o exterior R\$ 124,12 bilhões entre 1992 e 1998, utilizando a conta CC-5 (MASCHIO, 1999).

das taxas de desemprego, precarização das relações de trabalho, salários aviltados, ampliação das desigualdades e ondas sucessivas de crises cambiais e financeiras.

Uma política alternativa deveria passar pela centralização dos movimentos cambiais, que possibilitaria a retomada do controle sobre o dinheiro e o crédito doméstico, pois se a conta de capitais permanecer relativamente aberta, a taxa de câmbio continuará extremamente volátil e a taxa de juro interna apresentará limites de redução do seu piso atual. Além disso, deveria adotar uma política ativa de exportações e de substituição de importações, para que o superávit comercial fosse capaz de financiar os fluxos de serviços da conta de transações correntes, pois não haverá efetiva superação da crise antes que a balança comercial mostre resultados superavitários expressivos. Nesse sentido, será preciso engajar as empresas transnacionais em metas de exportação. São essas empresas que respondem por dois terços do comércio mundial e no Brasil representam cerca de 43% das exportações de manufaturados, conforme os dados da tabela 17. Finalmente, deveria também criar as condições para o fortalecimento de grandes grupos econômicos de capital nacional, projetando-os como *global players*. A consolidação de um conjunto de grupos nacionais de porte mundial – atualmente tem-se apenas três, quais sejam, a Petrobrás (exploração e refino de petróleo), a Embraer (aviação civil) e a Cia. Vale do Rio Doce (exploração de minérios) – poderia estimular o desenvolvimento de núcleos endógenos de progresso técnico, com capacidade de firmar marcas brasileiras, criar novos mercados e gerar atividades e empregos de elevada qualificação. O capital estrangeiro pode cumprir apenas em parte essas funções, pois tende a concentrar centros de inovação nas respectivas matrizes.

TABELA 18 - PARTICIPAÇÃO DAS EMPRESAS ESTRANGEIRAS NO TOTAL DAS EXPORTAÇÕES DA INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO - BRASIL - 1995-1997

SETOR POR INTENSIDADE DE FATOR (CNAE)	1995	1996	1997	VARIAÇÃO 1995/1997
Capital e Tecnologia				
Produtos Têxteis	15,2	13,9	20,6	35,0
Produtos Químicos	38,9	43,1	43,0	10,5
Metalurgia Básica	12,3	12,0	12,5	2,2
Produtos de Metal	44,3	48,9	49,8	12,4
Máquinas e Equipamentos	64,5	61,6	65,7	1,8
Máq. para Escritório e Informática	71,0	82,5	86,0	21,0
Máquinas, Aparelhos e Materiais Elétricos	78,0	81,8	80,9	3,7
Material Eletrônico e de Comunicações	84,8	83,9	80,0	-5,6
Instrum. Médico-Hospitalar, de Precisão e Óticos	79,5	86,0	85,3	7,2
Veículos Automotores	83,1	83,9	85,8	3,3
Outros Equipamentos de Transportes	26,4	25,0	6,3	-76,3
Média	54,4	56,6	56,0	1,4
Trabalho				
Vestuário e Acessórios	19,4	24,4	26,6	36,8
Couros e Calçados	3,3	3,3	3,7	13,3
Celulose, Papel e Produtos de Papel	14,2	14,8	14,5	2,3
Editorial e Gráfica	5,3	5,8	8,3	57,9
Móveis e Indústrias Diversas	19,0	22,2	24,6	29,4
Média	12,2	14,1	15,5	27,9
Recursos Naturais				
Alimentos e Bebidas	14,7	14,0	22,7	54,3
Fumo	95,3	95,6	92,2	-3,2
Produtos de Madeira	10,0	12,5	8,8	-12,8
Borracha e Plástico	68,6	71,5	71,5	4,1
Minerais Não-Metálicos	22,7	25,7	23,3	2,7
Média	42,3	43,9	43,7	9,0
Média Geral	41,5	43,4	43,4	9,5

FONTE: MOREIRA (1999b, p.13, tabela 13)

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- 1 ANDREI, Cristian A. (1998). O Plano Real e a queda da inflação. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 3., 1998. **Anais**. São Paulo : Sociedade Brasileira de Economia Política; Rio de Janeiro : Editora da Universidade Federal Fluminense. v.2, p.792-807.
- 2 BALANÇA COMERCIAL : e outros Indicadores Conjunturais (2000). Rio de Janeiro : FUNCEX, n.149, jan./mar. Suplemento da **Revista Brasileira de Comércio Exterior**, n.62.
- 3 BARROS, José Roberto Mendonça; TOLEDO NETO, Celso de Campos (2000). A lógica do núcleo da inflação. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 3 jul. p.A-3.
- 4 BARROS, Octavio de; PASSANEZI, Reynaldo; LIMA, Luís Afonso Fernandes; SERRA, Raúl Garcia (1999). **Cenários para a economia brasileira** : desafios do médio prazo. São Paulo : Banco Bilbao Vizcaya–Brasil/Área de Pesquisa e Estudos Econômicos.
- 5 BATISTA JR., Paulo Nogueira (1999a). A desnacionalização contínua. **Folha de S.Paulo**, São Paulo, 15 jul., p.2-2.
- 6 BATISTA JR., Paulo Nogueira (1999b). O FMI e as metas de inflação. **Folha de S.Paulo**, São Paulo, 9 dez., p.2-2.
- 7 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.
- 8 BIELSCHOWSKY, Ricardo (1998a). **Os investimentos fixos na economia brasileira nos anos noventa** : apresentação e discussão dos números relevantes. Rio de Janeiro : CEPAL. Disponível na Internet. <http://www.cepal.org>
- 9 BIELSCHOWSKY, Ricardo (1998b). **Investimentos na indústria brasileira depois da abertura e do Real** : o mini-ciclo de modernizações, 1995-97. Rio de Janeiro : CEPAL : CNI. Disponível na Internet. <http://www.cepal.org>
- 10 BIELSCHOWSKY, Ricardo; MOGUILANSKY, Graciela (1999). **As reformas econômicas e o investimento na América Latina** : um enfoque setorial. Rio de Janeiro : CEPAL; México, D.C. : Fondo de Cultura Económica. Disponível na Internet. <http://www.cepal.org>
- 11 BITTENCOURT, Ângela (2000). Resultado do programa decepçiona. **Valor Econômico**, São Paulo, 7 ago. p.C-4.
- 12 BOLETIM DE CONJUNTURA (1999). Rio de Janeiro : UFPR/IE, v.19, n.4, dez.
- 13 BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (1999). Brasília. (vários números).
- 14 BRAGA, José Carlos de Souza (1997). Financeirização global : o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: TAVARES, Maria da C.; FIORI, José L. (Org.). **Poder e dinheiro** : uma economia política da globalização. Petrópolis : Vozes. p.195-242.
- 15 BRAGA, José Carlos de Souza; CINTRA, Marcos Antonio Macedo; DAIN, Sulamis (1995). **Financing the public sector in Latin America**. Geneva : UNCTAD. (Discussion papers, 102).
- 16 BRASIL. Presidência da República (1999). **5 anos do Real** : estabilidade e desenvolvimento. Brasília : Presidência da República. (Coleção documentos da Presidência da República). Disponível na Internet. <http://www.planalto.gov.br>
- 17 BRASIL. Senado Federal. Comissão Parlamentar de Inquérito dos Bancos (1999). **Relatório final**. Brasília : Senado Federal. Requerimento n.127, de 21 nov.
- 18 CARDOSO, Fernando Henrique (s.d.). **Mudanças na sociedade brasileira**. S.n.t.
- 19 CARDOSO, Fernando Henrique; FALETTO, Enzo (1970). **Dependência e desenvolvimento na América Latina** : ensaio de interpretação sociológica. Rio de Janeiro : Zahar.

- 20 CARVALHO, Carlos Eduardo (1999). **Surpresas da economia brasileira depois da desvalorização**. S.l. : s.n. Palestra proferida no Latein-Amerika Institut, Freie Universitat, Berlin.
- 21 CASTRO, Antonio Barros de (1999). Indústria : o crescimento fácil e a inflexão possível. In: VELLOSO, João Paulo dos Reis (Coord.). **A crise mundial e a nova agenda de crescimento**. Rio de Janeiro : J.Olympio, p.273-290.
- 22 CEPAL (1998). **Impacto de la crisis asiática en América Latina**. Santiago : CEPAL. (LC/G. 2026/SES.27/23). Disponível na Internet. <http://www.cepal.org>
- 23 CHESNAIS, François (1998). A fisionomia das crises no capitalismo mundializado. **Novos Estudos**, São Paulo : CEBRAP, n.52, p. 21-53, nov.
- 24 CINTRA, Marcos Antonio Macedo (1999a). Dependência sem desenvolvimento. **Novos Estudos**, São Paulo : CEBRAP, n.53, p.3-9, mar.
- 25 CINTRA, Marcos Antonio Macedo (1999b). Dependência sem desenvolvimento : o programa de estabilização com âncora cambial. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre : FEE, v.27, n.2, p.198-217, set.
- 26 CINTRA, Marcos Antonio Macedo (1999c). **Uma visão crítica da teoria da repressão financeira**. Campinas : Editora da UNICAMP; São Paulo : FAPESP.
- 27 COUTINHO, Luciano G.; BELLUZZO, Luiz Gonzaga de M.(1996). Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. **Economia e Sociedade**, Campinas : UNICAMP/Instituto de Economia, n.7, p. 129-154, dez.
- 28 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., 1998. **Anais**. Niterói : Editora da Universidade Federal Fluminense : Sociedade Brasileira de Economia Política. v.1, p. 317-335.
- 29 DELFIM NETTO, Antonio (1999). Sobre as metas inflacionárias. **Economia Aplicada**, São Paulo : USP/FEA/Departamento de Economia : FIPE, v.3, n.3, jul./set.
- 30 DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli; DETRAGIACHE, Enrica (1998). Financial liberalization and financial fragility. **IMF Working Paper**, Washington, D.C. : IMF. Disponível na Internet. <http://www.imf.org>
- 31 DRUMMOND, Carlos; WILNER, Adriana (1999). Desvalorização e privilégios. **Carta Capital**, São Paulo, v.4, n.96, p. 24-31, 28 abr.
- 32 FARHI, Maryse (1998). **O futuro no presente** : um estudo dos mercados de derivativos financeiros. Campinas. Tese (Doutorado), UNICAMP/Instituto de Economia.
- 33 FIORI, José Luís (1999). Sem moeda nem coragem. **Folha de S.Paulo**, São Paulo, 5 set., p.5-9.
- 34 FRANCO, Gustavo (1998). A inserção externa e o desenvolvimento. **Revista de Economia Política**, São Paulo : Centro de Economia Política : Editora 34, v.18, n.3, p.121-147, jul./set.
- 35 FREITAS, Maria Cristina Penido de (1999a). A ampliação recente da participação estrangeira no sistema bancário brasileiro. **Análise Econômica**, Porto Alegre : UFRGS/Faculdade de Ciências Econômicas, v.17, n.32, p.31-49.
- 36 FREITAS, Maria Cristina Penido de (1999b). A abertura do sistema bancário brasileiro ao capital estrangeiro. In: FREITAS, M. C. P. de (Org.). **Abertura do sistema financeiro brasileiro nos anos 90**. São Paulo : FUNDAP : FAPESP; Brasília : IPEA.

- 37 FRENKEL, Roberto (1998). **Capital market liberalization and economic performance in Latin America**. New York : New School for Social Research Center for Economic Policy Analysis. Disponível na Internet. <http://newschool.edu.cepa>
- 38 FRENKEL, Roberto (Ed.) (1994). **El fortalecimiento del sector financiero en el proceso de ajuste** : liberalización y regulación. New York : Banco Interamericano de Desarrollo; Buenos Aires : Centro de Estudios de Estado y Sociedad.
- 39 FURNAS (2000). Estudo encomendado por Furnas e que deu origem à modificação no modelo de privatização da empresa, FGV Disponível na Internet. <http://www.uol.com.br/fernandorodrigues/arquivos>. 9 jun.
- 40 FURTADO, João (1999). Mundialização, reestruturação e competitividade : a emergência de um novo regime econômico e as barreiras às economias periféricas. **Novos Estudos**, São Paulo : CEBRAP, n.53, p.97-118, mar.
- 41 GOLDSTEIN, Morris et al. (1993). **International capital markets** : part I - exchange rate management and international capital flows. Washington, DC : International Monetary Fund. (World economic and financial surveys).
- 42 GONÇALVES, Reinaldo (1999). **Globalização e desnacionalização**. São Paulo : Paz e Terra.
- 43 GONÇALVEZ, Reinaldo (2000). Desnacionalizado e endividado. **Correio da Cidadania**, São Paulo, v.5, n.202, 15 a 22 jul. p.10.
- 44 GOUVEA, Jorge L. (1999). **Bancos (e finanças) no Brasil** : reestruturação e tendências. São Paulo : DIEESE : CNB : CUT.
- 45 GUIMARÃES, Samuel Pinheiro (1999). **Capital nacional e capital estrangeiro**. Brasília : Itamaraty. Disponível na Internet. <http://www.mre.gov.br>
- 46 IEDI (2000). **Abertura, política cambial e comércio exterior brasileiro** : lições dos anos 90 e pontos de uma agenda para a próxima década. São Paulo : Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial. Disponível na Internet. <http://www.iedi.org.br>
- 47 IEDI (1998). **Trajatória recente da indústria brasileira**. São Paulo : Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial.
- 48 INDICADORES DIESP (1999). São Paulo : FUNDAP. (vários números).
- 49 IZAGUIRRE, Mônica (1999a). Dívida pública sobe R\$ 103 bi com desvalorização. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 14 abr., p.A-6.
- 50 IZAGUIRRE, Mônica (1999b). Pacote estimula a demanda por prefixados. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 5 nov., p.B-2.
- 51 KREGEL, Jan A. (1996). Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais. **Economia e Sociedade**, Campinas : UNICAMP/Instituto de Economia, n.7, p.29-49, dez.
- 52 LAPLANE, Mariano F.; SARTI, Fernando (1997). Investimento direto estrangeiro e a retomada do crescimento sustentado nos anos 90. **Economia e Sociedade**, Campinas : UNICAMP/ Instituto de Economia, n.8, p.143-181, jun.
- 53 LAPLANE, Mariano F.; SARTI, Fernando (1999). Investimento direto estrangeiro e o impacto na balança comercial nos anos 90. **Texto para Discussão**, No. 629. Brasília, D.F. : IPEA.
- 54 LUCCHESI, Cristiane Perini (1999). BC prepara medidas para liberação do câmbio. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 14 jul., p.B-1.
- 55 MAIA, Geraldo (1999). Restructuring the banking system – the case of Brazil. In: **BANK restructuring in practice**. Basel : Bank for International Settlements. (BIS policy papers, 6).

- 56 MASCHIO, José (1999). Contas CC-5 movimentam R\$ 124 bi. **Folha de S.Paulo**, São Paulo, 16 ago. p.1-9.
- 57 MEMORANDUM ON ECONOMICS POLICIES (1999). Washington : IMF, Dec. 2nd. Disponível na Internet. <http://www.imf.org>
- 58 MIRANDA, José Carlos (1998). A dinâmica financeira da crise asiática. **Política Externa**, São Paulo : USP : Paz e Terra, v.6, n.4, p.130-150, mar./maio.
- 59 MIRANDA, José Carlos; TAVARES, Maria da Conceição (1999). Brasil : estratégias de conglomeramento. In: FIORI, José Luís (Org.). **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. Petrópolis : Vozes. p.327-350.
- 60 MOREIRA, Maurício Mesquita (1999a). A indústria brasileira nos anos 90 : o que já se pode dizer?. In: GIAMBIAGI, Fábio; MOREIRA, Maurício Mesquita. **A economia brasileira nos anos 90**. Rio de Janeiro : BNDES. p.293-332.
- 61 MOREIRA, Maurício Mesquita (1999b). Estrangeiros em uma economia aberta : impactos recentes sobre produtividade, concentração e comércio exterior. In: GIAMBIAGI, Fábio; MOREIRA, Maurício Mesquita. **A economia brasileira nos anos 90**. Rio de Janeiro : BNDES, p. 333-374. Este texto foi publicado também pelo BNDES, na série Textos para discussão, n.67.
- 62 MOREIRA, Maurício Mesquita; CORREA, Paulo Guilherme (1997). Abertura comercial e indústria : o que se pode esperar e o que se vem obtendo. **Revista de Economia Política**, São Paulo : Centro de Economia Política : Editora 34, v.17, n.2, p.61-91, abr./jun.
- 63 NOTAS PARA IMPRENSA (1999). Brasília : Banco Central do Brasil. (vários números).
- 64 PINTO, Anibal (1973). **Notas sobre desarrollo, subdesarrollo y dependencia**. México, D.F. : Fondo de Cultura Económica.
- 65 PINTO, Celso (1999a). Bancos vivem de títulos públicos. **Folha de S.Paulo**, São Paulo, 23 mar. p.1-7.
- 66 PINTO, Celso (1999b). Fraga quer mercado mais globalizado. **Folha de S.Paulo**, São Paulo, 28 abr. p.2-1.
- 67 PINTO, Celso (2000). A liberalização continua. **Folha de S.Paulo**, São Paulo, 6 jan. p.1-12.
- 68 PRADO, Sérgio Roberto R.; CAVALCANTI, Carlos Eduardo (1998). **Aspectos da guerra fiscal no Brasil**. Brasília : IPEA; São Paulo : FUNDAP/DIESP.
- 69 PRATES, Daniela Magalhães (1997). **A abertura financeira e vulnerabilidade externa : a economia brasileira na década de noventa**. Campinas. Dissertação (Mestrado), UNICAMP/IE.
- 70 PRATES, Daniela M. (1999). A abertura financeira dos países periféricos e os determinantes dos fluxos de capitais. **Revista de Economia Política**, São Paulo : Centro de Economia Política : Editora 34, v.19, n.1, p.55-71, jan./mar.
- 71 RENDA média cai 8% na década de 90 (2000). **Folha de S.Paulo**, São Paulo, 29 fev., p.2-1.
- 72 RIBEIRO, Alex (1999). Socorro da União a bancos estaduais chega a R\$ 60 bi. **Folha de S.Paulo**, São Paulo, 26 jul., p.1-4.
- 73 SILVA, Luiz Afonso Simoens da (1999). **Corrupção e promiscuidade entre os setores público e privado na gestão do sistema financeiro nacional : a liberalização financeira e a abertura da conta de capital (as contas CC-5)**. Brasília : Confederação Nacional dos Bispos do Brasil.
- 74 SILVEIRA, Caio César Lock Prates da (1999). Panorama geral. **Boletim de Conjuntura**, Rio de Janeiro : UFRJ/Instituto de Economia, v.19, n.4, p.10-17, dez.

- 75 SOUZA, Francisco Eduardo Pires de (1999). A política de câmbio do Plano Real (1994-1998) : especificidades da âncora brasileira. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro : UFRJ/IE, n.5, p. 37-56.
- 76 TAVARES, Maria da Conceição (1999). Império, território e dinheiro. In: FIORI, José Luís (Org.). **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. Petrópolis : Vozes, p.327-350.
- 77 TOLEDO, José Roberto de (1999). Brasil entrou na crise pior do que a Ásia. **Folha de S.Paulo**, São Paulo, 28 fev., p.2-10.
- 78 ZANATTA, Mauro (2000). Superávit agrícola caiu no ano passado. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 23 jan., p.B-20.