

**REN**

# **TEORIA ECONÔMICA E ECONOMIA BRASILEIRA**

## **GLOBALIZAÇÃO, ESTABILIZAÇÃO E FINANÇAS PÚBLICAS NA ECONOMIA BRASILEIRA**

.....

*David Ferreira Carvalho*  
*Doutor em Economia pela UNICAMP,*  
*pesquisador-docente do Núcleo de Altos*  
*Estudos Amazônicos-NAEA/UFPa*

### **RESUMO**

.....

O recente esforço do governo no sentido da estabilização e de negociação da dívida externa vem permitindo um processo de negociação em torno das reformas estruturais. Não obstante a estabilização, a política de monetária e cambial ativas de juros altos e câmbio valorizado vêm dificultando a retomada do crescimento econômico. Neste sentido, o presente trabalho se propõe discutir os problemas que as políticas cambiais e monetárias, como âncoras do processo de estabilização, vêm enfrentando em face da globalização financeira e das possibilidades de superação dos problemas de financiamento à retomada do desenvolvimento econômico brasileiro.

### **PALAVRAS-CHAVES:**

Globalização Financeira, Mercado Financeiro,  
Taxas de Juros, Portfólio e Finanças Públicas.

## INTRODUÇÃO

.....

Não é mais novidade a influência que os mercados financeiros vêm exercendo sobre as políticas macroeconômicas e sobre a dinâmica do crescimento das economias periféricas que passaram pelo ciclo econômico de altas taxas de inflação e desequilíbrios nas contas externas. O recente esforço do governo brasileiro de "domar" a inflação e de negociação da dívida externa, deu o fôlego necessário para a realização das reformas estruturais, capazes de atenuar o déficit público e com ele os problemas ligados à dívida pública interna, com vistas à retomada do desenvolvimento econômico do país.

Não obstante a política de estabilização do plano real, assentada nas âncoras cambial e monetária, ter contido a inflação inercial, as altas taxas de juros e a forte valorização cambial não apenas vêm dificultando a retomada do crescimento econômico, como podem ameaçar no médio prazo o êxito do plano real, em particular por inibirem os investimentos produtivos e gerarem crescentes desequilíbrios na balança comercial. As altas taxas de juros e a valorização do real, numa economia em processo de abertura gradual, podem assim favorecer muito mais os interesses dos voláteis capitais rentistas da economia global do que os interesses dos capitais produtivos.

Neste trabalho, pretende-se discutir os problemas das políticas cambiais e monetárias, como garantidoras da estabilização da economia brasileira em frente da globalização financeira e das possibilidades de superação dos problemas do financiamento à retomada do desenvolvimento econômico brasileiro.

A teoria da demanda efetiva de Keynes, enquanto uma teoria da determinação do nível emprego efetivo, foi usada por ele para explicar a dinâmica do ciclo econômico numa economia supostamente fechada e sem inflação. Nesta seção, se tentará apenas delinear, numa perspectiva pós-keynesiana, a dinâmica cíclica para, nas seções seguintes, introduzir as variantes necessárias à compreensão do caso brasileiro no contexto da globalização.

De saída pode-se dizer que, dada a complexidade dos fatores determinantes do ciclo, Keynes destaca as flutuações na propensão a consumir, no estado de preferência pela liquidez e na efici-

ência marginal do capital como variáveis essenciais para explicar a dinâmica cíclica. Mas admite que o caráter fundamental do ciclo econômico, sobretudo quanto a sua regularidade e duração, dependeria principalmente da maneira como flutua a taxa da eficiência marginal do capital, enquanto uma variável sujeita às oscilações das expectativas dos agentes econômicos em relação ao futuro incerto

Para Keynes, portanto, o ciclo econômico é, essencialmente, o resultado da variação cíclica da eficiência marginal do capital, embora outras variáveis possam potencializar a forma de sua manifestação. A dinâmica do ciclo, por certo, compreende tanto os movimentos tendenciais ascendentes (expansão) e descendentes (declínio), que periodicamente acabam por inverter-se, quanto ao grau de regularidade e duração dos próprios movimentos cíclicos. Entretanto, o ciclo econômico, em face dos seus momentos e movimentos de inversão e reversão, incorpora duas outras características: a crise e a depressão.

Neste sentido, pode-se dizer que Keynes busca articular os elementos determinantes da sua teoria da demanda efetiva expectacional com as teorias da crise\_ momento da inversão\_ e da depressão\_ cujo momento da reversão se inicia com a recuperação à retomada do crescimento econômico\_ para explicar a dinâmica da teoria do ciclo.

A crise, que sempre ocorre no intervalo de tempo de substituição da fase ascendente por outra descendente, geralmente se manifesta na forma de um movimento repentino e violento, e a depressão, enquanto movimento de transição de uma fase descendente à ascendente, não é tão repentina. Sabe-se que qualquer flutuação no fluxo de investimento, desde que não compensada por uma variação correspondente na propensão a consumir, resulta numa equivalente flutuação do emprego. Porém, como o fluxo do investimento produtivo é determinado por complexas variáveis, sobretudo as expectativas de longo prazo, Keynes admite ser muito improvável que todas as flutuações, inclusive as do investimento e da eficiência marginal do capital, tenham um caráter cíclico regular (KEYNES, 1982, p.244)<sup>(16)</sup>.

As últimas fase da expansão, quando as forças aceleradoras do crescimento econômico vão perdendo impulso, prenunciam a possibilidade da crise. Para explicar a sua **teoria da crise**, Keynes observa que a eficiência marginal do

capital depende não só do excesso ou escassez do estoque dos bens de capital existente, mas também das expectativas correntes em relação ao futuro dos fluxos dos rendimentos esperados no longo prazo. Logo as expectativas de longo prazo são importantes na determinação da escala dos novos investimentos.

Em sua teoria da demanda efetiva, Keynes, por vezes, enfatiza a preferência pela liquidez, que se manifesta pela tendência da subida da taxa de juros nominal devido à maior demanda por moeda, tanto para fins de transações quanto para motivos especulativos, como um fator que pode agravar, e, eventualmente, até desencadear uma crise econômica. Mas atenção, para ele, a explicação mais **normal** da crise, e por vezes a essencial, não é a elevação da taxa de juros, mas sim o insperado colapso da eficiência marginal do capital devido às mudanças no **estado das expectativas de longo** (KEYNES, 1982, cap. 12) <sup>(16)</sup>.

Na dinâmica cíclica, as últimas etapas da expansão são caracterizadas por **expectativas otimistas** sobre os rendimentos futuros esperados dos bens de capital, suficientemente fortes ainda para compensar os efeitos contrarrestadores do excesso crescente do estoque dos bens de capital, da alta dos seus custos de produção e também da alta da taxa de juros. No início da etapa de expansão, a acumulação de capital, gerada pelos fortes impulsos dos investimentos produtivos, requer dos agentes **confiança** suficiente quanto às expectativas de realização de lucros futuros, para predispor o empreendedor a realizar novos investimentos. Além disso, a decisão de investir não deve ser dificultada por problemas de financiamento, o que sugere, por parte do investidor, a necessária antecipação dos esquemas de financiamento a partir de fontes próprias e de terceiros, estas disponíveis no mercado financeiro, a custos compatíveis com o seu lucro esperado.

Superados esses problemas e iniciados os novos investimentos, tanto de reposição quanto de ampliação, segue-se a fase de expansão dos gastos de investimentos ( $D_1$ ), os quais, arrastando os gastos de consumo ( $D_2$ ), acabam gerando um forte crescimento acelerado da economia rumo ao **auge**, caracterizando o **boom**. No entanto, a inversão do crescimento econômico, no sentido de uma desaceleração, reside essencialmente na queda da eficiência marginal do capital.

Numa visão pós-keynesiana, não há, **ex ante**, qualquer relação direta da poupança com o investimento produtivo a não ser a taxa de juros que, entretanto, cumpre funções distintas nos dois mercados (DAVIDSON, 1978, p. 248-250). De fato, sendo as decisões de gastos de consumo e investimento determinantes da renda agregada, **ex post**, e a poupança a parte da renda agregada não gasta, é forçoso admitir-se que a **poupança** agregada não passa de uma variável residual da renda (KEYNES, 1982, p. 65) <sup>(16)</sup>.

De qualquer modo, no caso dos investimentos, a taxa de juros dos mercados financeiros pode servir como referência à taxa de desconto mínima dos fluxos de rendimentos líquidos esperados. Portanto, embora a taxa de juros possa ter alguma influência indireta nas decisões dos investimentos, na medida em que serve como parâmetro para o cálculo econômico do preço de oferta dos capitais duráveis, ela tem uma importância relativa em frente das demais variáveis que condicionam as decisões de investir.

Neste particular, as decisões de investimento produtivo são condicionadas, também, pela disponibilidade de financiamento do sistema financeiro. Na concepção pós-keynesiana, há de se distinguir o **motivo finance**, enquanto o financiamento resultante do crédito de curto prazo que o sistema bancário adianta ao empresário para que ele possa dispor de liquidez monetária para iniciar o seu empreendimento, do **motivo funding** que envolve o financiamento do investimento produtivo resultante de crédito de longo prazo que procede de poupanças acumuladas.

O **finance** é concebido como um fundo rotatório de recursos monetários, criado pelo sistema bancário, e que não tem sua origem em poupanças. Mas, à medida que este crédito de curto prazo permite a realização dos investimentos produtivos, estes geram uma receita que pode amortizar a dívida contraída juntos aos bancos que, assim, podem reaplicar os recursos no financiamento de novos investimentos. <sup>\*\*\*</sup> Porém,

\* Por exemplo, sob certas circunstâncias, as expectativas quanto ao preço de demanda presente e futura no mercado de bens de capital, a tecnologia redutora de custos, a rentabilidade esperada e as fontes internas de financiamento podem ser mais relevantes nas decisões de invstir.

\*\* É preciso conciliar as decisões dos poupadores individuais e institucionais - fundos de pensão, fundos mútuos de investimento e seguradoras, por exemplo - com as necessidades de liquidez monetária por parte dos investidores produtivos.

\*\*\* O gasto de investimento determina a parte da demanda agregada que, através do efeito multiplicador, gera "ex post" uma poupan-

se o fluxo líquido de receita for insuficiente para ressarcir os bancos no curto prazo, então os investidores deverão recorrer ao financiamento de longo prazo (DAVIDSON (1986, p.101-110)<sup>(14)</sup>.

A compatibilização das decisões de investir e de aplicar a poupança se realiza através de ajustes na taxa de juros no mercado financeiro. De fato, a taxa de juros, no caso das decisões dos investimentos de carteira, serve para balizar as decisões dos especuladores entre preservar a poupança sob a forma de ativos financeiros ou em moeda nacional. No entanto, sob certas circunstâncias, a taxa de juros também serve para confrontar o custo de oportunidade esperado da aplicação financeira entre a decisão de investir ou preferir a liquidez.

Na verdade, as decisões dos empresários de realizar gastos de investimentos produtivos não só se dão independentemente das decisões dos investimentos em carteira, enquanto aplicações da poupança para fins de liquidez, como as suas determinações são distintas. As decisões dos investimentos produtivos dependem das expectativas de longo prazo que os empresários fazem sobre os **rendimentos líquidos esperados**, durante a vida útil do equipamento de capital que pretende adquirir, e da capacidade de autofinanciamento e das condições adequadas da oferta de crédito pelo mercado financeiro.

Por seu turno, os investimentos de carteira, que pressupõe a aplicação da poupança, para se realizar plenamente supõem dois conjuntos de decisões a serem tomadas pelo "poupador". A primeira, relaciona-se com a **preferência pelo tempo**, e se manifesta na propensão a consumir, na medida em que esta decisão determina que parte da renda cada agente econômico destinará a gastos com o consumo corrente e que parte reservará sob alguma forma de comando sobre o consumo futuro. A segunda decisão, que se segue a está, diz respeito à forma que conservará o seu poder de compra sobre o consumo futuro, por definição incerto, tanto da sua renda corrente quanto da sua poupança anterior, entendida

ça de igual valor ao investimento inicial. Com a disponibilidade desta poupança monetária o empreendedor poderia liquidar o crédito de curto prazo antecipado pelos bancos (finance) ao investidor e o ciclo se completaria. Mas, para que tudo dê certo, é preciso que o multiplicador realize os seus efeitos de geração ampliada da renda no curto prazo e que a poupança daí resultante seja realmente usada para quitar o crédito de curto prazo adiantado ao investidor. [Asmakopulos (1986, 1983, p.225)<sup>(4)</sup>; Terzi (1986, p.193)<sup>(28)</sup>; Chick (1987, p.128).

como riqueza acumulada. Esta última decisão, sobre a preferência pela forma com que o agente deseja transportar o seu poder de compra do presente ao futuro incerto - se na forma de ativos de monetários, de empréstimos ou de ativos financeiros - relaciona-se com a **preferência pela liquidez**.\*

O erro da teoria das finanças neoclássica foi deduzir a taxa de juro da primeira decisão, devido à hipótese da neutralidade da moeda, negligenciando a segunda decisão necessariamente vinculada ao mercado de ativos líquidos em geral. É evidente que a taxa de juros não pode ser um rendimento da poupança, enquanto consumo diferido no presente para ser realizado no futuro, resultante do **prêmio pela espera** para voltar a consumir no futuro.\*\* De fato, numa economia onde a moeda é neutra com relação às decisões econômicas de gastos - no sentido de que as pessoas só a desejam para realizar suas necessidades sócio-econômicas - não deveria haver estímulos para os agentes pouparem. Isto porque, quando os agentes acumulam suas economias na forma de dinheiro, ou seja, realizam uma poupança monetária, não ganham **juros**, embora possam economizar tanto quanto anteriormente. Logo, dentro da racionalidade econômica, não deveria haver nenhuma razão para alguém poupar já que não há premiação por adiamento do consumo.

Ora, se a taxa de juros só se forma quando um agente cede suas economias a outro, por um determinado prazo, para recebê-lo no futuro acrescida de um valor adicional, ela não se pode formar quando o poupador é guarda do seu próprio dinheiro. Sendo assim, a taxa de juros só pode ser, literalmente, "a recompensa da renúncia à liquidez por um período determinado, pois a taxa de juros não é, em si, outra coisa senão o inverso da relação existente entre uma soma de dinheiro e o que se pode obter desistindo, por um período determinado, do poder de compra da moeda em

\* De fato, esta decisão depende do grau de preferência pela liquidez entre os diversos ativos e passivos do portfólio.

\*\* Esse raciocínio, por parte dos neoclássicos, só é possível num mundo ergódico onde a moeda é neutra, no sentido de que ela só serve como unidade de conta e meio de troca e portanto não possui as funções de reserva de valor e de meio de pagamento de contratos no tempo, e as decisões dos agentes no presente com relação aos resultados esperados no futuro são sempre certas ou prováveis. Ou seja, os jogadores deste mundo econômico nunca erram. Além disso, o "mainstream" toma a taxa de juros, na forma de taxa de juros real, como o preço que equilibra a demanda de recursos por parte do investidor a oferta dos mesmos por parte dos poupadores. Portanto, a taxa de juros não é tomada como um fenômeno monetário, ou seja, como taxa de juros nominal.

troca de uma dívida". (KEYNES, 1982, p. 137)<sup>(16)</sup>. Logo, a taxa de juros não é um prêmio pela espera, mas um **prêmio pela liquidez**, ou seja, uma recompensa pela renúncia à liquidez resultante da troca de um poder de compra hoje por um esperado poder de compra acrescido num futuro incerto.

Resta explicar, agora, por que há preferência pela liquidez. Para isso, é preciso responder à pergunta: Por que alguém prefere guardar sua riqueza na forma de moeda, que não rende juros quando retida, ou em outras, que rendem muito pouco, quando poderia muito bem conservá-la sob outras formas de ativos que rendem alguns juros quando aplicada, sob igual risco de perda, no mercado financeiro?

De saída, é preciso entender que a moeda, como a forma de riqueza mais líquida, por ser reserva de valor e meio de pagamento de liquidação de contratos, pode funcionar como uma espécie de **máquina do tempo** que transporta e preserva a riqueza dos agentes a menor custo e com maior grau de confiança, em relação ao futuro imprevisível, do que outros ativos menos líquidos. Assim, para amenizar as inquietudes e receios contra a incerteza, os agentes preferem reter moeda. A condição necessária, portanto, para existir a preferência pela liquidez por moeda, como meio de preservação da riqueza, é a incerteza quanto às expectativas das taxas de juros no futuro. Ademais, para que haja a preferência pela liquidez resultante da incerteza quanto ao futuro da taxa de juros, a condição suficiente é que existam mercados financeiros organizados e regulados por **contratos** legais garantidos pelo Estado.

O prêmio pela liquidez, portanto, é um valor monetário imputado subjetivamente pelo agente que retém a moeda e que se explicita na forma de uma taxa de juros, como uma renúncia à liquidez, no ato da compra de uma dívida com prazo de resgate previamente estabelecido. No entanto, para o aplicador, além da possibilidade do risco da perda da conversão futura de um ativo ou dívida de longo prazo, comparativamente a ter preservado moeda, há ainda a incerteza quanto às expectativas dos agentes especulativos em ante-

cipar a "opinião do mercado" no futuro.<sup>\*\*</sup> A taxa de juros monetária, portanto, não é o preço pela espera, mas o preço mediante o qual o desejo do agente econômico de manter a sua riqueza na forma líquida, em face das expectativas em relação ao futuro incerto, se concilia com a quantidade de moeda disponível na economia (KEYNES, 1982, p. 137)<sup>(16)</sup>.

As crises econômicas, às vezes, podem-se manifestar nos mercados financeiros. De fato, é da natureza desses mercados organizados, sob a influência de rentistas mal informados do que compram e de especuladores profissionais mais interessados nas previsões da mudança futura da opinião do mercado, que, sempre que há frustração das expectativas nos mercados financeiros otimistas em demasia e superabastecidos, as cotações dos títulos despenquem em movimentos súbitos com efeitos até mesmo catastróficos para a economia. Ademais, quando há um colapso da eficiência marginal do capital, o comportamento pessimista e o aumento da incerteza a respeito do futuro podem suscitar um aumento na preferência pela liquidez e, conseqüentemente, uma alta na taxa de juros.

Nestas condições, sempre que a queda da eficiência marginal do capital é acompanhada por uma elevação da taxa de juros, a combinação desses dois efeitos pode acelerar o declínio dos investimentos produtivos. Mas, o essencial desses sinais da crise reside muito mais na queda da eficiência marginal do capital, principalmente para aquelas categorias de bens de capital que, no período imediatamente anterior, puxavam os novos investimentos. Na verdade, a preferência pela liquidez, exceto nas suas manifestações associadas ao aumento das atividades especulativas e comerciais, só começa a aumentar depois da queda da eficiência marginal do capital.

Quando a economia atinge a depressão, para encurtar o tempo de sua duração, a saída para a recuperação pode até ser ajudada com a queda da taxa de juros nominal. Porém, esta é uma condição necessária. Quando o colapso da eficiência marginal do capital é completo, de forma que nenhuma baixa da taxa de juros provocada por políticas monetárias baste por si só para iniciar a fase de recuperação, a condição suficiente de-

\* Os motivos transação e precaução justificam o custo de oportunidade de sacrificar, até certo ponto, o ganho de juros pela conveniência de dispor de moeda para a realização das transações comerciais no mercado de bens e serviços. O motivo especulação, por sua vez, justifica também a retenção de moeda em face da expectativa de ganhos futuros no mercado financeiro.

\*\* Cada agente prevê o futuro da taxa de juros a sua maneira, porém aquele que divergir da opinião dominante, tal com ela se mostra no jogo das cotações do mercado financeiro, pode ter boas razões para conservar recursos líquidos com o fim de realizar ganhos futuros.

pende da reativação da confiança dos agentes econômicos baseada em novas **convenções** sobre as expectativas em relação ao futuro incerto (KEYNES, 1982, p.245)<sup>(16)</sup>.

A explicação do tempo econômico da duração das fases do ciclo econômico, portanto, deve ser buscada na **instabilidade potencial** da eficiência marginal do capital. Como lembra KEYNES (1982, p.245)<sup>(16)</sup>, além das fugidias expectativas de longo prazo, a extensão da vida útil dos bens duráveis em relação à taxa de crescimento normal da economia e as despesas correntes de conservação dos estoques excedentes talvez expliquem o tempo de duração e a regularidade da desaceleração que se segue à crise. De fato, depois do início da recuperação, se os investimentos atingem a plena capacidade produtiva instalada, e mesmo assim a expansão continua, é provável que a maioria dos novos investimentos produtivos, com padrão tecnológico semelhante, passe a apresentar rendimentos correntes insatisfatórios. Se, repentinamente, surgem dúvidas, quanto a confiança nos rendimentos esperados no futuro, e estas se propagam para toda a economia, então poderá advir um colapso da eficiência marginal do capital esperada que se manifesta com a repentina suspensão dos novos investimentos em bens duráveis depois que a crise se instala.

Atingida a depressão, o tempo de duração para a recuperação da eficiência marginal do capital irá depender tanto da mutável duração média dos equipamentos de capital e dos estoques excedentes de insumos, quanto dos alternativos custos de uso necessários ao cálculo rumo à retomada do crescimento econômico. A estabilidade da duração temporal também se deve aos custos de conservação dos estoques excedentes, sobretudo de produtos não acabados - oriundos da repentina suspensão dos novos investimentos que vinham tendo curso na fase de expansão - os quais acabam provocando uma queda dos seus preços a um nível suficiente para causar uma restrição da produção capaz de assegurar a reabsorção do excesso desses estoques no médio prazo.

Embora a absorção dos estoques possa representar um desinvestimento, que contribui também para aumentar o desemprego, ela reduz os custos de manutenção das empresas. Além disso, a redução do capital circulante, que se manifesta com o declínio da produção, é também um fator de desinvestimento e, quando a recessão é visí-

vel, exerce forte influência no sentido da baixa. Da mesma maneira, quando se inicia a fase de recuperação, estes fatores podem favorecer os investimentos.

Contudo, quando se tem um declínio dos investimentos em bens de capital duráveis, capaz de desencadear uma flutuação descendente, há remotas probabilidades de sua recuperação enquanto o ciclo não tiver percorrido parte do seu percurso. Mais ainda, uma substancial queda da eficiência marginal do capital, enquanto a taxa de lucro esperada pelos agentes, pode indiretamente também afetar negativamente a propensão a consumir dos rentistas desde que o declínio daquela provoque uma considerável baixa nos preços dos títulos dos mercados financeiro e de capitais. A queda do valor dos títulos nesses mercados especulativos exerce um efeito depressivo no consumo da classe rentista, sobretudo naqueles que aplicam dinheiro emprestado, talvez devido à propensão a gastar dessas pessoas depender muito mais das flutuações das altas e baixas dos preços dos títulos do que do estado do fluxo dos seus rendimentos (KEYNES, 1982, p.247)<sup>(16)</sup>.

Na fase recessão, portanto, enquanto houver excedentes de estoques de capital fixo e de estoques de insumos e uma redução do capital circulante, a curva da eficiência marginal do capital em geral pode baixar tanto que, dificilmente, se pode revertê-la por meio de uma redução da taxa de juros via política monetária. De fato, com o amplo desenvolvimento dos mercados financeiros e de capitais organizados, funcionando com base na lógica especulativa dos capitais rentistas, as expectativas que os agentes desses mercados fazem da eficiência marginal do capital estão sujeitas às flutuações e instabilidades de tão grande magnitude que, dificilmente, podem ser "contra-restadas" por flutuações correspondentes na taxa de juros. De qualquer modo, iniciada a fase de recuperação, esses fatores podem atuar inversa e cumulativamente de forma positiva.

Em face disso, e talvez porque seja difícil evitar grandes flutuações no emprego efetivo sem que haja mudança na expectativa dos agentes que atuam nos mercados de investimento-mudança esta que pela lógica do mercado tende a não ocorrer por si só - é preciso que o Estado não deixe exclusivamente à iniciativa privada a função de regular o volume corrente dos investimentos. Os fundamentos teóricos, postos até aqui, são suficientes para nos ajudar a compre-

ender a recessão regulada pelo plano real. Antes, porém, é preciso situar a crise do setor público.

### Dívida Externa e a Crise do Padrão de Financiamento do Setor Público

O Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), elaborado após a instauração do governo militar em 1964, elegeu a inflação como o principal problema da economia brasileira. O crescente déficit público, a expansão exarcebada do crédito ao setor privado e os aumentos salariais acima dos incrementos da produtividade macroeconômica, eram identificados como os principais propagadores da aceleração inflacionária. No bojo das reformas institucionais, a reforma financeira, realizada em meados dos anos 60, tinha como objetivo básico criar novos instrumentos de mobilização de recursos e instituições especializadas no provimento de vários tipos de crédito para atender o novo padrão de acumulação industrial montado nos anos 50.\*\*

Nessa engenharia institucional, caberia aos bancos comerciais o provimento de crédito para atender a demanda de capital de giro das empresas. As financeiras ficariam encarregadas do suprimento de recursos para o consumo de bens duráveis e os bancos de investimentos se incumbiriam de financiar os investimentos de longo prazo. Além disso, o mercado de capitais deveria passar a dinamizar mais intensamente a sua função de centralizar e canalizar os ativos líquidos para a capitalização das empresas produtivas. Este modelo concebido guardava uma certa se-

melhança como o sistema financeiro dos EUA (SIMONSEN, 1979)<sup>(25)</sup>; ZINI (1982).

Mas, para que esse sistema funcionasse a contento, era preciso que as taxas de juros reais crescessem o suficiente para atrair a poupança do investidor individual - já que o investidor institucional não foi devidamente considerado - para o mercado. Esta concepção neoclássica da imaginação reformista acreditava que o desenvolvimento do sistema financeiro era prejudicado pela lei da usura, que fixava a taxa de juros anual a um teto de 12%, e pelos deságios, imputados nas letras de câmbio e nos empréstimos bancários como forma de burlar a lei da usura, ambos constituindo-se problemas adicionais à redução da taxa de inflação.\*\*\* (ALMEIDA, 1980, 1984.)  
(1, 2)

Para resolver este problema, a engenhosa solução encontrada foi instituir o artifício da correção monetária como instrumento protetor do valor dos títulos da dívida pública contra a inflação. Com isso era criada uma moeda-de-conta, a ORTN, que permitiu a regularização das operações dos títulos públicos de longo prazo emitidos pelo Tesouro Nacional (TN) no mercado doméstico financeiro. Este movimento inicial de indexação da economia brasileira foi, posteriormente, imitado pelo Banco Central (Bacen) que instituiu a LTN. Esta pretendia instituir um instrumento financeiro não só para financiar no mercado aberto de eventuais posições deficitárias do TN, mas também para gerenciar problemas de liquidez da economia no curto prazo.\*\*\*\*

A diversificação dos ativos e a indexação, entretanto, não foram suficientes para prover um sistema financeiro estável e condizente com as necessidades de financiamento do padrão de acumulação criado durante o ciclo da industrialização pesada. Ao contrário, o desenvolvimento do sistema financeiro doméstico vem acentuar, posteriormente, o seu caráter especulativo no mercado financeiro privado - com o predomínio

\* A redução do déficit público, que vinha sendo coberto por emissão monetária, exigiu corte nos gastos públicos, criação de um novo padrão de financiamento do déficit público, não mais baseado no imposto inflacionário, e o aumento da carga tributária que, além de conter o aumento da demanda agregada, atuaria no sentido de combater a inflação supostamente diagnosticada como de demanda. Ademais, o governo federal buscou reduzir os subsídios às empresas estatais deficitárias e reajustar as tarifas e preços dos serviços públicos, com vistas a eliminar este foco de pressão sobre o Tesouro Nacional. Para conter os aumentos abusivos de salários, o governo fez uso de uma fórmula salarial que permitia que os reajustes fossem realizados abaixo dos índices de inflacionários. Por fim, o governo adotou uma política monetária de restrição a expansão do crédito ao setor privado, através do controle da expansão dos meios de pagamentos e da elevação dos encaixes legais. Para regular essas medidas de política econômica foram criados o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil.

\*\* O fio condutor que moveu a reforma financeira dos anos 60 foi a inflação. Esta seria a principal responsável não só pela desorganização dos mercados de crédito, de capitais e cambial, com também pela formação de lucros ilusórios, desestímulo aos investimentos, desreguladora do sistema de preços e premiadora da especulação e da ineficiência produtiva e financeira.

\*\*\* Numa economia com altas taxas de inflação, o deságio, como uma inovação financeira para contornar lei da usura, funcionava como correção prefixada, e, portanto, antecipador da inflação futura, daí o esforço do governo na batalha contra o deságio para substituí-lo pela correção pósfixada.

\*\*\*\* Foram criados, paralelamente dois subsistemas de financiamento setorial: o sistema nacional financeiro de habitação, apoiado no BNH e nas caixas econômicas e tendo como fonte de recursos o FGTS, letras imobiliárias e as cadernetas de poupança; e o sistema nacional de crédito rural, apoiado pelo Banco do Brasil e bancos comerciais e sustentado pelos depósitos à vista, pelos fundos públicos e pela conta movimento.

das operações de curto prazo – ficando o Estado com o papel de verdadeiro financiador das operações de longo prazo.

Nas economias desenvolvidas, o sistema financeiro opera três funções básicas para a alavancar recursos líquidos: (1) a de criar crédito através de relações de débito-crédito entre famílias, empresas e financeiras; (2) de intermediar a transferência de capital de empréstimos de agentes superavitários para os deficitários, através da diversificação e acumulação de ativos financeiros susceptíveis de negociação em mercados secundários; (3) e a de centralizar, canalizar e gerenciar grandes volumes de capital-dinheiro para dar suporte aos investimentos produtivos e de capital social básico de projetos de grande porte e de prazos de maturação longos.

É nesta última função que o capital-dinheiro, sob a forma institucional de grandes bancos de investimentos públicos e privados, atua como real condutor da formação do capital financeiro através da articulação de vários processos de interpenetração dos grandes grupos econômicos representativos do capital industrial e do capital bancário. Na prática, porém, qualquer sistema financeiro tende a centralizar e valorizar o excedente do capital-dinheiro no próprio circuito financeiro quando àquele não tem expectativa de aplicação rentável no circuito produtivo (CARVALHO, 1997).

No caso brasileiro, pode-se dizer que as duas primeiras funções foram efetivamente desenvolvidas pelo sistema financeiro privado nacional, porém a última ficou praticamente sob a responsabilidade do Estado através do BNDES, do Banco do Brasil (BB) e do Banco Central – quando este opera como banco de fomento. Na verdade, ao invés de uma verticalização em direção ao capital produtivo, o sistema financeiro brasileiro passou por um processo de conglomerado financeira com o predomínio de uma horizontalização diversificada sob várias formas institucionais, financeiras, leasing, seguradoras, fundos de pensão, bancos múltiplos, etc. a partir, principalmente, dos bancos comerciais privados. Com isso, o sistema financeiro brasileiro acabou distanciando-se do seu projeto original que era contar com um tipo de estrutura semelhante à dos países desenvolvidos (TAVARES, 1983, p. 107-117) <sup>(27)</sup>.

Nos anos 70, o bloco de investimentos requerido pelo II PND, para os grandes projetos, foi o

principal indutor da tomada de crédito no mercado financeiro internacional. As fontes de recursos, para levar adiante os investimentos, tinham as suas origens nos fundos públicos e nos empréstimos tomados no exterior. Neste último caso, a política macroeconômica de **stop and go**, praticada pelos EUA, juntamente com a sua política industrial de reestruturação seletiva da produção, resultaram numa política de ajuste macroeconômico e numa queda da demanda por crédito nos países desenvolvidos, fazendo com que o forte excedente dos recursos líquidos dos mercados financeiros internacionais fossem desviados para os países de second best borrowers.

No Brasil, na fase da industrialização pesada dos anos 70, o padrão de acumulação de capital foi liderado pela indústria de bens consumo duráveis, pela indústria de bens de capital e insumos básicos que, com os complementares investimentos públicos em capital social básico e na indústria de construção, acabam puxando o crescimento da indústria de bens de consumo não duráveis.

A partir de 1976, porém, o problema da crise da dinâmica cíclica, além da desproporção inter-setorial, surge tanto com a desaceleração do ritmo dos investimentos pesados, que não se pode manter indefinidamente acelerado sem deixar de elevar a capacidade produtiva acima da demanda corrente, como também porque as expectativas de colapso da eficiência marginal do capital se prenunciam com a redução do ritmo dos investimentos públicos complementares cujos efeitos negativos logo se propagam sobre os setores industriais líderes do crescimento do período anterior, numa economia agora fortemente endividada no exterior (TAVARES, 1976, p. 83-97) <sup>(26)</sup>.

No período seguinte, a elevação da taxa de juros doméstica, para manter um diferencial positivo com relação à taxa de juros internacional, era justificada como uma estratégia para atrair a poupança externa. A institucionalização dos canais de entrada dos capitais externos de empréstimos, criada com a reforma financeira dos anos 60, se dava através das operações de captação direta – via lei nº 4131 e instrução nº 289 – e também intermediadas pelas instituições finan-

\* Dentre os principais fundos públicos cita-se: PIS, FASEP, FGTS, PIN e PROTERRA que eram repassados ao BNDE, BNH, Banco do Brasil, BASA e BNB.



ceiras domésticas regulamentadas pela resolução nº 63 (CRUZ, 1984, p.93-148) <sup>(13)</sup>.

Nos anos 80, o padrão de financiamento, baseado no crédito externo, se esgota com a crise do endividamento externo marcada pela alta dos juros internacionais. No plano interno, os devedores privados desobrigaram-se dos seus compromissos, enquanto tomadores de crédito externo, num nítido processo de estatização da dívida externa. A partir de 1982, portanto, com a moratória do México e a interrupção de novos créditos para os países endividados, há uma definitiva ruptura do padrão de financiamento do setor público brasileiro. De fato, pode-se dizer que, daí em diante, a economia brasileira passou a ocupar uma posição de ponzi finance (MINSKY,

TABELA 1

Média Anual da Entrada Bruta de Capitais nas Economias Desenvolvidas e em Desenvolvimento<sup>1</sup>  
(1970-1989)

Discriminação	1970-79	1980-84	1989-90
<b>Países Desenvolvidos</b>	<b>99,1</b>	<b>175,7</b>	<b>463,3</b>
Setor Público	21,0	40,1	63,8
Setor Privado	78,1	135,6	399,5
<b>Países em Desenvolvimento</b>	<b>52,1</b>	<b>105,5</b>	<b>110,0</b>
Setor Público	32,2	66,7	74,2
Setor Privado	19,9	38,8	35,8

FONTE: FMI e BIS

<sup>1</sup> Em bilhões de dólares.

1986, p.202-208) <sup>(20)</sup>.

Este acontecimento está ligado, de certo modo, tanto ao aprofundamento da crise das economias desenvolvidas, agravadas pelas políticas recessivas que vão até 1983, quanto pela retomada dos investimentos, sobretudo nos EUA, a partir de 1984. De qualquer modo, como se pode notar, através da TABELA 1, a entrada bruta de capitais de risco e de carteira cresce muito mais nas economias desenvolvidas do que nas em desenvolvimento, de modo especial na década de 80.

\* O crescente envolvimento do setor público na administração do endividamento externo acabou onerando as contas públicas. Em compensação, a utilização das empresas estatais na captação de crédito externo para compensar a redução do volume de recursos tomados pelo setor privado, o repasse de dívidas originalmente captadas pelas empresas privadas ao Bacen e o crescimento do passivo externo do Banco Central, a partir de 1982, contribuíram para desonerar o setor privado e sobrecarregar o setor público.

A política recessiva de ajuste dos EUA, por outro lado, também fragilizou o sistema financeiro, sobretudo os **biggs banks** norte-americanos que haviam atuado como principais intermediários financeiros junto aos países devedores nos anos 70. Com a subida da taxa de juros internacional, o aumento do **risco do emprestador** a novos créditos levou os bancos a elevarem os seus **spreads** como precaução contra uma possível crise financeira sistêmica mundial. Mas, a elevação do custo financeiro do crédito junto ao sistema bancário internacional incentivou o processo de desintermediação financeira. <sup>\*\*</sup> Mais ainda, as políticas monetária e cambial, praticadas pelos EUA no começo dos anos 80, aumentaram o grau de instabilidade potencial dos mercados financeiros internacionais que reagiram criando novos instrumentos de transferência de risco, através das inovações financeiras, que acabaram induzindo o processo de desregulamentação. <sup>\*\*\*</sup>

A partir de 1984, a retomada do crescimento da economia norte-americana, apesar de puxar o crescimento dos demais países, sobretudo dos desenvolvidos, se fez acompanhar de gigantescos déficits na balança de transações correntes, do aumento do déficit fiscal e da dívida pública e do crescimento do financiamento fundado em capitais externos, tornando a economia norte-americana o principal pólo captador de capitais de risco e de carteira. Em compensação, a alta dos juros nominais e a deterioração das trocas, com a valorização do dólar, fragilizaram a capacidade de pagamento da economia brasileira. Esta situação é agravada, ainda mais, com a restrição do financiamento externo por parte dos países credores nos anos 80.

Nestas condições, o governo federal buscou adotar uma política cambial que permitisse gerar saldos líquidos de exportação e uma política monetária de elevação da taxa de juros interna capaz de captar recursos no mercado financeiro internacional com vista a cobrir seus déficits e bancar as divisas do setor exportador responsável pelos saldos positivos na balança comercial. A sujeição da política macroeconômica ao pagamento da amortização e dos serviços da dívida externa acaba tendo desdobramento sobre as

<sup>\*\*</sup> A desintermediação financeira, ao contrário da intermediação financeira, implica uma negociação direta de recursos líquidos entre agentes superavitários e deficitários.

<sup>\*\*\*</sup> Estas inovações financeiras - principalmente as "swaps", opções e futuros - cresceram tanto que os bancos centrais perderam o controle de regulação sobre elas.

condições do financiamento interno do setor público.<sup>\*\*\*\*</sup>

De fato, a política de ajuste externo tinha como contraface interna, de um lado, os cortes nos gastos públicos e tentativas de aumento das receitas e, de outro, a recorrência ao mercado financeiro interno, o que elevava a dívida pública.<sup>\*</sup> Além disso, a pouca efetividade do ajuste fiscal não só não gerou receitas tributárias substanciais para que o setor público pudesse, nos anos da década perdida, agir como agente anticiclo, como as suas receitas foram afetadas pelo processo inflacionário OLIVEIRA(1995,cap.2-3)<sup>(23)</sup>; CARVALHO (1994,cap.3-4)<sup>(11)</sup>; BAER (1993,cap.4-5)<sup>(6)</sup>.

Por certo, o financiamento externo propiciou a montagem de uma estrutura industrial que não gerou em tempo hábil as divisas necessárias para cobrir os encargos da dívida, nem ajudou o sistema financeiro privado a proporcionar "**funding**" para a continuidade dos investimentos. Na verdade, historicamente o funding para o financiamento de investimentos de longo prazo, na maioria das vezes, foi coberto pelas instituições financeiras públicas. Do mesmo modo, coube ao setor público o **finance** dos setores mais frágeis à crise econômica. Assim, o sistema financeiro privado brasileiro limitou-se às operações de financiamento de curto prazo em que a cobertura do risco era segura.

A possibilidade da retomada do crescimento econômico, num ambiente inflacionário, ficou dependente da negociação de um pacto político-social que envolvesse, desta vez, além dos interesses do capital nacional, do capital estrangeiro e do capital estatal, os interesses da classe trabalhadora em geral, em torno de um novo padrão de desenvolvimento econômico que, sob a coordenação do Estado, implicasse um crescimento econômico com distribuição de renda e da riqueza. Mas, além dessa dificuldade de conciliação social dos interesses privados e públicos, a solução para os problemas de mobilização e canalização da poupança interna e externa para o fi-

nanciamento dos investimentos de longo prazo, esbarrava na inflação e na cadeia da indexação.

De fato, numa economia inflacionária, a **financeirização** dos preços não só potencializa a incerteza com relação às expectativas da eficiência marginal de capital, como a indexação induz os agentes detentores de riqueza à preferência pela liquidez financeira, que se manifesta através da redução dos prazos das aplicações e de prêmios de liquidez mais elavados para cobrir os riscos dos credores e devedores. Com isso, a possibilidade de a poupança assumir a forma de **funding** tende a ser prejudicada em termos de prazos e custos. Nestas condições, proliferam os mercados secundários de títulos e os mercados derivativos de seguro dos negócios financeiros que se multiplicam com as inovações financeiras, inclusive com ajuda do Tesouro Nacional e do Banco Central.

Mesmo assim, estes mercados de proteção não eliminam o risco sistêmico e a incerteza quando as expectativas tomam um único sentido capaz de paralisar os mercados especulativos ou provocar flutuações tão violentas e repentinas que tornam custosas as intervenções pela Autoridade Monetária(AM).

Neste sistema bancário, que deveria gerar **finance** para os investidores demandantes de crédito de curto prazo, a instabilidade financeira foi enfrentada com contratos de empréstimos à taxa de juros flutuantes repactuadas em períodos curtos e variáveis com a dinâmica da inflação.

A nova lógica do financiamento de longo passou, também, a ser operada pelos grandes bancos, sobretudo através de taxas de juros flutuantes repactuadas periodicamente. Era desta forma que as instituições bancárias conseguiam equilibrar, enquanto não houvesse uma crise de confiança, os fluxos da captação dos passivos de curto prazo com os das aplicações de longo prazo. Nesse ambiente inflacionário, portanto, o **funding** significava disponibilidade de crédito por um prazo certo, porém a um custo incerto para os tomadores.

Nestas condições, o único financiamento não vulnerável ao instável comportamento do mercado financeiro seria o do agente **hedge**<sup>\*\*</sup> porque

<sup>\*\*\*\*</sup> Para manter os sucrávits comerciais, as autoridades monetárias brasileiras, além do aumento dos subsídios às exportações e da contenção das importações, fizeram uso sistemático das desvalorizações cambiais que acabavam acelerando a inflação.

<sup>\*</sup> O corte dos gastos de investimento das empresas do Setor Produtivo Estatal(SPE), juntamente com o não reajuste das tarifas e preços numa economia com alta inflação, fragilizaram a capacidade das empresas estatais de contribuírem para a retomada do crescimento econômico em outras bases.

<sup>\*\*</sup> Os agentes **hedges** são aqueles cujas expectativas de receitas são maiores do que os seus compromissos de pagamentos, o suficiente para cobrir os esquemas de amortização e juros. Os agentes **speculativos** são aqueles em que o fluxo de suas receitas esperadas são

sendo autofinanciável só tomaria o risco do devedor a exemplo das grandes empresas produtivas oligopolistas que, para garantirem a liquidez de seus ativos, se tornaram credoras dos grandes bancos (CARVALHO, 1994)<sup>(11)</sup>. Por outro lado, qualquer agente que emprestasse a juros flutuantes corria o risco, mesmo que no ato do contrato estivesse numa posição de **hedge finance**, de transitar para uma incômoda posição de agente **speculative finance** ou **ponzi finance** (MINSKY, 1986, p.202-208). Numa economia com alta inflação, portanto, quando uma parcela substancial do **funding** ou do **finance** se faz a taxas de juros flutuantes, se está numa **posição potencial de instabilidade financeira** (BAER, 1995, p.31).

Nas condições de uma economia aberta, sabe-se que as fontes de financiamento do setor público, para bancar os investimentos de longo prazo em capital social básico ou em setores produtores de insumos estratégicos - podem advir de receitas tributárias e tarifas públicas, de emissão monetária e mesmo de **poupança forçada** via imposto inflacionário. Além destas, o Estado pode ampliar as opções de **finance** recorrendo aos empréstimos de curto prazo no sistema bancário nacional ou internacional. Quanto ao **funding**, este precisa ser gestado a partir do setor financeiro privado.

Nas décadas de 70 e 80, entretanto, o **funding** do setor público brasileiro, para alavancar os investimentos de grande porte ou de maturação longa, restringiu-se aos **fundos públicos** compulsórios e aos empréstimos contraídos no exterior de instituições privadas sob condições contratuais de juros flutuantes. A mobilização de recursos líquidos das agências financeiros multilaterais e de fontes governamentais dos países desenvolvidos se fez em menor grau. Assim, numa economia contaminada por inflação e com sérios problemas nas contas externas, como a brasileira, a retomada do crescimento econômico auto-sustentado acabou sendo adiada.

suficientes para cobrir apenas os juros compromissados e os agentes **ponzi** são aqueles cujo fluxo esperado de receitas pode não suportar os compromissos de amortização e juros.

TABELA 2  
Taxas de Juros Média Anual dos Títulos Públicos, PIB e Inflação(%)  
(1970-1989)

Períodos	Taxas de Juros Nominais	Taxas de Crescimento do PIB (%)	Taxas de Inflação(%)
1970-1979	32,7	5,4	33,7
1980-1984	48,5	-3,9	142,4
1985-1989	832,0	0,96	511,5
1980-1989	236,4	-1,47	326,9

FONTE: Relatório do Banco Central(vários números) e FGV(Conjuntura Econômica/vários números).

A saga do endividamento externo do setor público brasileiro que evoluiu com a exponencial alta dos juros internacionais e a política cambial nos anos 80, ficou articulada a contraface do endividamento interno num processo especulativo de natureza financeira. Como se pode ver na TABELA 2, apesar das taxas de inflação elevadas, as taxas de juros no período de 1970-1989 foram positivas, como que sugerindo o lado especulativo dos agentes financeiros expresso nos altos **spreads** embutidos nas taxas de juros nominais. Este fato é confirmado pelo desempenho positivo e razoável da taxa de crescimento médio do PIB de 5,4%, na década de 70, devido aos investimentos dos grandes projetos do II PND, em confronto com o negativo e desfavorável crescimento médio do PIB, de menos 1,47%, na década de 80, que caracterizou esta década perdida em face da política econômica de pagamento da dívida externa e de combate à inflação.

Numa economia inflacionária e indexada como a brasileira, era de se esperar que os agentes econômicos se defendessem elevando os seus **mark-ups** e **spreads** de tal forma que o círculo vicioso da inflação inercial se completava com a elevação das taxas de juros nominal num processo resultante do aumento da dívida interna, da aceleração das altas taxas de inflação e das políticas macroeconômicas de contenção da demanda interna agregada.\* Vejamos, agora, as condições para a retomada do crescimento nos anos 90 num contexto de globalização

### Globalização e o Ciclo da Dinâmica Financeira na Economia Brasileira

\* Justificavam-se as altas taxas de juros não só como resultado da política de controle de gastos de consumo, para conter a inflação de demanda, mas também como um instrumento de atração de poupança e de inibição à fuga de capitais para o exterior.

A dinâmica inflacionária dos anos 80 levou o governo federal a implementar uma série de planos de estabilização sem sucesso. Esses programas promoveram um acentuado grau de intervenção na economia brasileira, via congelamento dos preços básicos e/ou da redução da liquidez, sem contudo quebrar a perversa inércia inflacionária e tampouco realizar as reformas estruturais. Neste sentido, deve-se reconhecer que o Plano Real difere dos anteriores não só pela engenhosa técnica de apagar da memória dos agentes econômicos a inércia inflacionária, sem grandes sacrifícios sociais, como também porque sua concepção envolveu uma abertura externa da economia, um processo de desregulamentação e a liberação controlada do mercado de câmbio, o reativamento e a normalização das relações com a comunidade financeira internacional, o reordenamento fiscal e o encaminhamento das reformas estruturais.\*

A abertura externa, iniciada no final da década de 80, baseou-se na política de liberação das importações, com vistas a segurar os preços internos pela via da competição, por meio da eliminação das barreiras não-tarifárias e da redução seletiva de tarifas. Não se pode negar que a exposição dos setores domésticos ao mercado internacional, além de quebrar certos cartórios oligopolistas, contribuiu para que, através da concorrência capitalista, houvesse um real aumento macroeconômico da produtividade industrial e um reforço à posição do país como **global trader**.

A negociação da dívida externa, junto aos credores do Clube de Paris e grandes bancos privados internacionais, foi fundamental para a redução do risco Brasil, visto por parte desses credores, o que permitiu o retorno ao país de créditos externos voluntários de fontes não-oficiais. No âmbito cambial, substituiu-se a prática da taxa de câmbio fixa pela taxa flutuante com base no sistema de bandas e sob o controle do Banco Central. Também foi criado um Fundo de Amortização da Dívida Mobiliária Federal, constituído pelas ações das estatais, destinado a

amortizar a dívida mobiliária interna do Tesouro Nacional(TN).\*\*

Não resta dúvida de que resultados alcançados, conforme os indicadores da TABELA 3, sinalizam o relativo sucesso do plano real de estabilização. A redução continuada da taxa de inflação não só proporcionou uma elevação da renda real, sobretudo das camadas de baixa renda, como do nível da atividade econômica como resultado da desaparecimento do imposto inflacionário e do grau de incerteza dos agentes econômicos.

Em consequência dessa recuperação gradual da utilização da capacidade produtiva, a aceleração da atividade econômica, entre o segundo semestre de 1994 e o primeiro de 1995, acabou pressionando as importações, e consequentemente a balança comercial, a ponto de por em risco o êxito do plano real. Esta ameaça induziu o governo à adoção de medidas restritivas de políticas monetárias e creditícias que juntamente com a inversão do ciclo de endividamento, acabaram freando e desacelerando o ritmo de crescimento da economia, a partir do segundo trimestre de 1995, com efeitos negativos sobre os investimentos e sobre o nível de emprego.

A partir do segundo semestre de 1995, apesar da queda da taxa de inflação, nota-se uma tendência à redução da taxa de crescimento econômico, aumento da taxa de desemprego e o início dos problemas dos déficits na balança comercial. Não obstante, já em seu terceiro ano de vigência, o Plano Real consolida a sua premissa básica que era conter e depois reduzir a taxa de inflação.

\* O plano real foi implementado em três fases: a primeira, em 1º de março de 1994, criou o Fundo Social de Emergência, através da Emenda Constitucional de Revisão nº 1, que passou a reter 20% da arrecadação de todos os impostos e contribuições da União sem nenhuma vinculação específica de gastos a "priori". O segundo passo foi a criação e conversão dos contratos dos mercados de bens e serviços e dos mercados financeiros em termos de URV. A terceira foi a reconversão dos preços e contratos expressos em URV na moeda real de cunho forçado à taxa de CR\$2.750,00 por real, a partir de 1º de julho de 1994.

\*\* Como medida das complementares foi suspensa por 90 dias, a abertura de novos créditos especiais no OGU, a colocação de títulos no exterior e a contratação de empréstimos externos ou internos, exceto para amortizar dívidas da União, foi interrompida também a concessão de avais e garantias pelo TN.

De fato, a inflação acumulada chegou a uma taxa de 10,7%, em 1996, equivalente a quase a metade da de 1995 (de cerca de 19,7%). No que tange à balança comercial em 1996, o déficit ficou em US\$5,5 bilhões. As importações chegaram a US\$53,2 bilhões contra US\$47,7 das exportações. Isto significou um aumento de 6,9% no período de 1996/95. Este déficit, o maior da história até agora, resultou em parte, das antecipações de compras feitas em dezembro de 1996, devido ao receio dos importadores do funcionamento do Sistema de Comércio Exterior (Siscomex); mas, devem-se sobretudo aos fortes gastos em bens de capital das empresas que estão-se modernizando para enfrentar a concorrência industrial e aos gastos na formação de estoques de bens intermediários, como mostra a TABELA 4.

Mesmo assim, e até agora, as reservas de divisas internacionais vêm atingindo níveis confortáveis que proporcionam uma certa segurança graças às entradas de capitais de investimento e de carteira (CARVALHO, 1995, p19-22) <sup>(10)</sup>. No entanto, os problemas ligados à retomada do crescimento econômico, à redução do desemprego e da distribuição da renda ainda estão sem solução e podem ser agravados com a entrada dos capitais voláteis atraídos pelas altas taxas de juros, conforme veremos a seguir.

#### Globalização Financeira e a Política Macroeconômica dos Anos 90

Nos anos 80, as transformações que ocorreram nos mercados financeiros internacionais privados foram orientadas no sentido de uma ampla e crescente flexibilização dos instrumentos financeiros existentes e da criação das inovações financeiras que pudessem reduzir o risco do crédito e transferir o risco dos preços. Esta dinâmica financeira evoluiu através do processo de securitização, de intensa proliferação das operações nos mercados derivativos e da globalização financeira MINSKY (1986) <sup>(20)</sup>, CARVALHO (1997).

Nestas condições, portanto, não deve ser menosprezada a influência que esses mercados financeiros exercem sobre a política macroeconô-

mica dos países capitalistas endividados.\* A volatilidade, liquidez, mobilidade e globalidade do mercado suscitaram o desenvolvimento dos mercados derivativos que buscam **segurar** os riscos da perda do rendimento e/ou do preço do capital. No momento, as operações derivativas tomam a forma de contratos de compra e venda de "swaps", opções e de futuros, intermediados por grandes bancos ou instituições financeiras especializadas na compra e venda de títulos de alta qualidade.

TABELA 3  
Evolução dos Indicadores Econômicos Seleccionados  
na Vigência do Real

Discriminação	1994		1995		1996
	1ºSem.	2ºSem.	1ºSem.	2ºSem.	1ºSem.
<b>Setor Real</b>					
.PIB(%)	3,9	8,0	7,9	0,5	-2,1 <sup>a</sup>
Desemprego(%)	5,5	4,7	4,4	4,9	5,8 <sup>b</sup>
.Renda Real das Pessoas Ocupadas	107,1	104,5	113,2	120,3	122,5 <sup>a</sup>
.Inflação(%)	5153,5	909,6	28,7	14,8	12,7 <sup>b</sup>
<b>Setor Externo</b>					
.Exportações (US\$ bilhões)	40,3	43,5	44,9	46,5	48,2 <sup>c</sup>
.Importações (US\$ bilhões)	27,3	33,1	45,5	49,7	47,9 <sup>c</sup>
.Transações em Conta Corrente/ PIB(%)	0,5	-1,1	-4,2	-2,1	-2,5 <sup>a</sup>
.Taxa Média de Câmbio(R\$/US\$)	0,540	0,870	0,881	0,951	0,987 <sup>d</sup>
.Reservas Internacionais (US\$ bilhões)	42,9	38,8	33,5	51,8	59,4 <sup>c</sup>
.Dívida Externa (US\$ bilhões)	150,3	148,3	157,2	159,2	158,4 <sup>c</sup>
-Pública	107,2	106,8	109,9	103,2	99,8
-Privada	43,1	41,5	47,3	56,0	58,6
<b>Finanças Públicas(% sobre o PIB)</b>					
.NFSP Nominal	86,5	44,4	5,5	7,3	6,1 <sup>b</sup>
.NFSP Primário	-4,9	-5,2	-2,2	-0,4	-0,6 <sup>b</sup>
.Gastos com Juros Reais	3,3	3,8	4,5	5,4	4,3 <sup>b</sup>
.NFSP Operacional	-1,6	-1,4	2,3	5,0	3,7 <sup>b</sup>
.Dívida Pública Líquida	30,7	28,5	28,2	31,6	32,8 <sup>b</sup>
-Interna	20,8	20,3	19,4	25,5	27,7 <sup>b</sup>
-Externa	9,9	8,3	8,8	6,1	5,1 <sup>b</sup>

FONTE: FGV, IBGE, MICT, BACEN e MF. <sup>a</sup> 1º trimestre; <sup>b</sup> jan/abril; <sup>c</sup> maio; <sup>d</sup> 1º semestre; <sup>e</sup> março.

\* Os mercados que transacionam esses ativos financeiros possuem as seguintes características: densidade, isto é, são mercados secundários de dimensões globais e que asseguram o mais alto grau de negociabilidade aos diversos papéis e índices de natureza monetária, financeira e cambial; liquidez e mobilidade por terem seus ativos alto poder de conversão e facilidade à superação de barreiras à entrada e saída das posições assumidas; e, por fim, volatilidade decorrente das mudanças frequentes nas expectativas à respeito da evolução dos preços dos diferentes ativos sob as várias formas de moedas estrangeiras.

TABELA 4  
Perfil do Comércio Exterior (1995-1996)

Perfil das Exportações					
Categorias	1996		1995		Variação (1996/95)
	Valor	%	Valor	%	
1.Bens Básicos	12,2	25,5	11,0	23,6	11,1
2.Bens Industrializados	34,7	72,8	34,7	74,6	0,09
-Semimanufaturados	8,3	17,5	9,1	19,7	-8,6
-Manufaturados	26,3	55,3	25,6	54,9	3,2
3.Operações Especiais	0,8	1,7	0,8	1,8	-0,7
4.Total	47,7	100,0	46,5	100,0	2,6
Perfil das Importações					
Categorias	1996		1995		Variação (1996/95)
	Valor	%	Valor	%	
1.Bens Intermediários	30,8	57,9	27,5	55,4	12,0
-Matérias-Primas e Secundárias	24,6	46,2	22,3	44,9	10,3
-Comb. e Lubrificantes	6,2	11,7	5,2	10,5	19,2
2.Bens de Capital	12,7	23,8	11,3	22,7	12,1
3.Bens de Consumo	9,1	18,3	10,9	21,9	11,0
-Duráveis	4,5	8,6	6,1	12,2	-25,0
-Automóveis	1,5	2,9	3,0	6,1	-48,6
-Outros	3,0	5,7	3,1	6,1	-1,4
-Não-Duráveis	5,1	9,7	4,8	9,7	6,7
4.Total	53,2	100,0	49,8	100,0	6,9

FONTE: Siscomex/MF/SRF. Valores Expressos em US\$ bilhões FOB.

Para se ter uma idéia, segundo as recentes estimativas do BIS, o valor do mercado do estoque da riqueza financeira saltou de US\$ 5 trilhões(1985) para US\$ 35 trilhões(1995). Neste último ano, o volume das transações transfronteiras de títulos passou a representar 140% do PIB do G-7 contra 35% do PIB em 1985. Este fantástico crescimento do sistema financeiro global, resultante da desregulamentação, da desintermediação e da descompartimentalização dos mercados financeiros em geral, tem como novidade a participação das famílias detentoras dos papéis dos fundos de pensão, dos fundos mútuos de investimentos e das seguradoras. No outro lado, os emissores desses papéis são os Tesouros Nacionais dos países endividados, as grandes empresas produtivas e grandes bancos.

Em condições de incerteza, esses agentes institucionais formulam estratégias de ganhos com base em avaliações convencionadas sobre o comportamento futuro dos preços dos ativos financeiros e monetários. Na verdade, o poder financeiro e a influência dessas instituições sobre a formação do **estado de convenções** da opinião dos mercados são decisivas no sentido de manter, exarcebar ou reverter as tendências. No entanto, estas estratégias são **miméticas** para os investidores, sobretudo para aqueles com menor poder de informação e influên-

cia, ensejando a possibilidade de bolhas altistas e de mudanças violentas dos preços dos ativos.\*

Nestes mercados financeiros, regulados pela lógica dos estoques, a especulação nem é estabilizadora, nem autocorretiva, como sugerem o mainstream monetarista e os defensores das expectativas racionais, porque a incerteza, a assimetria de poder e de informação e o mimetismo dos agentes desavisados, frequentemente podem originar processos instáveis, autoreferenciais e descolados dos fundamentos econômicos.\*\* Uma crise nesses mercados, resultante do estado de convenções especulativas altistas, costuma manifestar-se em pânico e manias devido à queda abrupta e repentina dos preços dos ativos sobrevalorizados.

Em tais ocasiões, os prejuízos são consideráveis para os agentes cujas carteiras carregavam grandes estoques desses ativos, em particular para aqueles cujas posições foram adquiridas a partir de crédito bancário. Neste sentido, quanto mais violenta e repentina for a deflação dos preços desses ativos, provavelmente maior será o número de agentes "relevantes-ponzi", especulativos e "hedges" - que podem ser atingidos por graves desequilíbrios de portfólios, os quais podem culminar numa sequência de disrupções nos fluxos das cadeias de pagamentos dos compromissos assumidos, gerando, assim, uma crise de liquidez sistêmica.

No capitalismo contemporâneo dos anos 90, onde a economia de ativos líquidos passa a ser relevante na formação do patrimônio dos agentes-famílias, empresas e bancos - talvez seja difícil para os bancos centrais agirem como reversores de tendências no sentido de permitir uma espiral de queda dos preços dos ativos com

\* Estes mercados são especulativos no sentido de que as posições compradas e vendidas entre os agentes são sempre tomadas pelas expectativas da flutuação dos preços dos ativos a partir dos estoques existentes que acabam condicionando as expectativas da formação dos preços dos fluxos das novas emissões.

\*\* São vários os exemplos de instabilidade sistêmica provocados pelo mercado financeiro globalizado, dentre eles, cita-se: o crash das bolsas de valores em 1987, o crash dos mercados em 1989, o colapso da bolsa de Tóquio em 1990, a ameaça sobre a tradicional libra esterlina em 1992, a crise mexicana, a desvalorização do dólar em junho de 1995 e a crise da bolsa de New York em 1996.

**TABELA 5**  
Participação das Operações de Crédito e dos Títulos da Dívida Pública no Total dos Ativos do Sistema Financeiro (1985-1994)

Períodos	Operações de Crédito (%)	Operações de títulos e valores (%)		
		Públicos	Privados	Total
1985-1989	37,3	10,7	5,7	16,4
1990-1994	43,0	5,6	4,4	9,9

FONTE: Boletim e Relatórios do Banco Central (vários números)

fortes especulações altistas. Com efeito, as políticas monetárias e cambiais acabam sendo reféns dos mercados especulativos globais.

As tentativas de intervenções dos bancos centrais destinadas a conter as agudas crises sistêmicas, no cumprimento da função de **emprestador de última instância** de liquidez aos agentes com dificuldades, como sugere MINSKY (1982, p.18) <sup>(19)</sup>, além do alto custo de oportunidade, por exigir um desvio de recursos das atividades mais nobres, acabam frequente-

**TABELA 6**  
Percentual dos Investimentos Produtivos e Financeiros e de Formação de Capital Fixo no PIB (1986-1993)

Período	Agropecuária	Indústria	Serviços	Financeiras	FBKF/PIB
1986-1989	11,0	46,9	25,2	16,9	17,6
1990-1993	11,9	39,4	38,3	10,4	14,7

FONTE: IBGE.

mente gerando os **riscos morais**. Para evitar tal situação constrangedora junto à opinião pública, as AMs vêem-se forçadas a administrar as fortes crises financeiras, através de "pousos suaves", sem, contudo, desestimularem as tendências altistas dos mercados especulativos.

década de 80, como consequência do desvio de recursos para o mercado financeiro, melhora no começo dos anos 90.

Esta situação, nos anos 80, apontava para o fato de que o sistema financeiro nacional não vinha cumprindo a contento a sua função básica de aglutinador e alocador de recursos líquidos para alavancar a acumulação do capital produtivo. No início dos anos 90, além do aumento da participação das operações de crédito, houve uma alta da participação relativa dos títulos privados que acabou permitindo uma redução da presença dos títulos públicos de um governo com suas finanças deterioradas.

Pode-se também perceber, através do peso da participação das instituições financeiras no PIB, que a sangria de recursos das atividades produtivas para as financeiras, nos anos 80, caiu no começo dos anos 90. Mas, esta tendência não tinha ainda se manifestado em investimentos reais como se pode ver pela queda da taxa de formação bruta de capital (FBKF) em relação ao PIB de 17,6% (1986-89) para 14,7% (1990-93), conforme mostra a TABELA 6. No entanto, após a estabilização realizada pelo plano real, a referida taxa de investimento subiu para 15% em 1995.

Em 1995, o governo criou o Fundo de Investimentos Financeiros (FIF) para substituir as aplicações dos Fundos de Aplicação Financeira (FAF), dos Fundos de Renda Fixa de Curto Prazo (FRF-CP) e dos Fundos de Commodities, visando o alongamento das aplicações de curto prazo. Mas a grande novidade foi mesmo a entrada maciça dos capitais voláteis, a partir de 1995. De fato, como se pode notar na TABELA 7, o estoque de ativos em carteira cresceu nos

**TABELA 7**  
Carteira de Ativos dos Investidores Institucionais Estrangeiros (1993-1996)

Anos	Estoques de Ativos	Composição da Carteira (%)					Fluxos de Ativos		
		Ações	Derivativos	Debêntures	Moedas de Privatização	Fundo de Renda Fixa	Entrada	Saída	Líquido
1993	10,3	80,1	-	18,5	1,1	0,3	0,4	0,09	0,31
1994	20,9	77,5	3,9	12,4	5,4	0,8	20,5	16,7	3,8
1995	18,6	89,5	1,1	5,5	3,7	0,2	22,0	21,5	0,5
1996	23,6	90,5	-	5,5	3,5	0,5	14,5	12,7	1,8

FONTE: CVM/Boletim do Banco Central. V.31, n.12, dez. 1995. Valores expressos em US\$ bilhões.

Na economia brasileira, a importância dos investimentos financeiros em relação aos investimentos produtivos pode ser vista através da evolução do comportamento do sistema financeiro. Nota-se, através da TABELA 5, que a menor participação das operações de crédito ao setor produtivo, durante a segunda metade da

ra (FAF), dos Fundos de Renda Fixa de Curto Prazo (FRF-CP) e dos Fundos de Commodities, visando o alongamento das aplicações de curto prazo. Mas a grande novidade foi mesmo a entrada maciça dos capitais voláteis, a partir de 1995. De fato, como se pode notar na TABELA 7, o estoque de ativos em carteira cresceu nos

últimos anos, sobretudo a carteira de ações. No entanto, o balanço do fluxo de ativos aponta em direção de certa volatilidade desses capitais rentistas.

Mais recentemente, depois da regulamentação, através da Circular nº 2.714, de 28/08/96 do BACEN, do funcionamento dos fundos de investimento de carteira dos estrangeiros foi retirado o impedimento legal à manutenção de ativos denominados em reais. Com isso, essas carteiras, que agora devem destinar um mínimo de 60% do seu portfólio a títulos da dívida externa brasileira, foram autorizadas pelo Banco Central a aplicar 10% de seu patrimônio em operações de mercados organizados de derivativos no país.

A extravagante abertura comercial, que se seguiu à estabilização, foi contida com a crise do México. Daí em diante, as AMs brasileiras começaram a temer a progressiva severidade e a generalidade dos impactos perversos das reversões cíclicas dos mercados financeiros. Como vimos na primeira parte deste ensaio, as fortes expectativas de valorização de ativos, com oferta relativamente rígida, pode culminar numa explosão de preços cuja continuidade é sustentada pela crescente atração das rendas geradas na circulação industrial para a circulação financeira.

Esta característica dos ciclos financeiros explica a forte febre especulativa dos agentes-famílias, empresas, bancos e demais intermediários financeiros-em busca de ganhos fictícios num jogo que dura até que a entrada e a distribuição das rendas reais entre eles se esgotem. Isto também explica o pouco interesse dos agentes pelos investimentos produtivos, com baixas expectativas de eficiência marginal do capital em face das incertezas, com exceção dos agentes que lideram os investimentos em inovações tecnológicas da fronteira schumpeteriana.

Por isso, aos primeiros sinais de recuperação da economia e da percepção de que os ativos estão sobrevalorizados e de que as taxas de juros de longo prazo estão caindo, os agentes mais espertos procuram desfazer-se dos seus ativos e aí precipitam uma espiral baixista dos preços dos títulos, através do aumento da oferta, que culmina numa abrupta e repentina subida das taxas de juros de longo prazo que atinge o funding. Com

isso, o mercado financeiro emite sinais para as AMs de que não considera adequada a elevação das taxas de juros de curto prazo dos finance.

Essa singularidade da dinâmica cíclica dos mercados líquidos acaba por endogeneizar os movimentos das taxas de juros de longo prazo e a subordinar o manejo exógeno das taxas de juros de curto prazo, por parte das autoridades monetárias, as expectativas que comandam a trajetória das taxas de juros de longo prazo num processo interativo que guarda forte relação com a recuperação do grau de confiança dos agentes sobre as expectativas de subida da eficiência marginal do capital.\*\*

Uma abrupta e repentina deflação dos preços da riqueza de agentes rentistas nos mercados organizados e regulados, tanto de **backwardation** quanto de **contango**, mesmo na presença dos **market makers**, podem, algumas vezes, revelar posições de fragilidade financeira, sobretudo de agentes **especulativos** e **ponzi**, e até mesmo perdas de patrimônios líquidos ou prestes a se tornarem negativos (DAVIDSON, 1994, p.66-74)<sup>(15)</sup>.

Nestas inesperadas crises econômicas comandadas pelos mercados financeiros, os impactos sobre o nível da atividade macroeconômica se manifestam com a imediata contração dos investimentos produtivos e cortes drásticos na folha de salários, quer por demissão silenciosa, quer por redução "negociada" da taxa de salários, num esforço de atender a súbita elevação da carga de juros sobre as receitas operacionais, sobretudo para aqueles agentes endividados.

Estas ações individuais, fora do alcance de qualquer mecanismo institucional capaz de contratar com políticas reguladoras de efeitos anticíclicos, provocam reações nas famílias-pretidas pela desvalorização dos seus portfólios e pelo receio da inadimplência-de cortes nos gastos de consumo e elevação da poupança, num esforço de reequilibrar os seus portfólios, isto é, na tentativa de compatibilizar a relação entre riqueza, renda e compromissos assumidos de pagamentos correntes e futuros, cujo resultado macroeconômico se desvela no agravamento da crise econômica, já que o declínio dos gastos de investimentos e consumo deprimem a demanda

\* Essas operações serão exclusivas de "hedge" dos títulos integrantes da carteira e devem ser referenciadas em títulos da dívida externa sob a responsabilidade da União. Esses recursos podem, ainda, ser mantidos em depósitos à vista em nome do fundo.

\*\* Esta relação expectacional entre as dinâmicas das taxas de juros de longo e curto prazos e seus mecanismos de transmissibilidade, com a desfronteirização dos mercados financeiros e monetários, parece mais complexa do que quando Keynes estudou o comportamento dos mercados financeiros.



efetiva. Isto significa que são muito poderosas as forças centrífugas do mercado financeiro que tendem a desviar a economia para uma trajetória depressiva e deflacionária.

De fato, a crise **finance-led** do começo dos anos 90, marcada pelo **crash** das bolsas de Tóquio e de New York, pela crise do México e Argentina, pelo colapso dos preços dos ativos imobiliários e pelos fugidios surtos baixistas nos mercados de títulos, fez-se acompanhar de um período relativamente longo de juros baixos, o qual apenas conseguiu dissolver os desequilíbrios patrimoniais das empresas e famílias norte-americanas, depois de mais de três anos de recessão e de ajustamento.<sup>\*</sup> Ou seja, só a queda da taxa de juros, como já tinha lembrado Keynes, sem uma correspondente e favorável expectativa, por parte dos agentes investidores, de subida da taxa da eficiência marginal do capital, não induz em si mesma a retomada do crescimento econômico em bases sustentáveis.

As políticas monetárias dos países centrais, portanto, movimentam-se numa espécie de "corredor polonês" no qual os seus bancos centrais buscam, de um lado, prevenir as deflações agudas, através de sucessivas intervenções como emprestadores de última instância de liquidez, apesar do risco moral, e, de outro, tentam regular a estabilidade econômica, sobretudo através de ações que visam evitar a formação de bolhas especulativas que, nas condições vigentes, podem conduzir a posições de fragilidade e de miopia financeiras. Por isso mesmo é que, sempre que nos EUA há sinais de evolução do nível de atividade econômica e de alta da taxa de emprego, e este quadro se reflete numa queda dos preços dos títulos de longo prazo, com as taxas de juros de

longo prazo ensaiando movimentos de alta, o FED busca antecipar-se ajustando a taxa de juros de curto prazo.

Mais recentemente, as autoridades monetárias dos EUA estão apostando numa gradual autocorreção endógena da taxa de juros, através das **convenções** do próprio mercado, com receio de que qualquer intervenção precipitada, capaz de promover uma subida das taxas de juros, ainda que moderada, possa determinar reações drásticas nas expectativas dos agentes rentistas capazes de precipitar uma crise financeira de grandes proporções e com efeitos perversos, sobretudo nos mercados emergentes.

### Ciclo Financeiro, Estabilização e Finanças Públicas

Não é possível compreender a natureza dos problemas econômicos do início dos anos 90, resultante do programa de estabilização da economia brasileira, a partir do Plano Real, sem levar em conta o novo padrão de financiamento global gestado na década de 80, mas também, e principalmente, sem tomar a dinâmica do ciclo financeiro e a etapa do ciclo em que nascem os mercados emergentes.

Como é sabido, o traço comum dos programas heterodoxos, em particular o brasileiro, foi combinar uma política monetária ativa-baseada no controle da base monetária e na restrição do crédito de curto prazo com taxas de juros nominais altas-com uma política cambial ativa de manutenção da valorização da taxa de câmbio em relação ao dólar, como âncora do processo de desinflação. É evidente que a credibilidade da âncora cambial se sustenta, sobretudo, nas reservas internacionais acumuladas durante a política de incentivos às exportações nos anos 80. Mas, além disso, foi muito importante a reestauração dos fluxos dos capitais privados que começaram a migrar para o país depois da difícil negociação da dívida externa com os grandes credores internacionais.

O fator decisivo para que o país passasse de doador a receptor de poupança financeira foi, sem dúvida, a deflação da riqueza mobiliária e imobiliária, observada no final de 1989, nos mercados globalizados. Nesse período, a profunda recessão "finance-led", sobretudo nos EUA, acabou forçando os bancos centrais dessas economias à adoção de políticas monetárias que pudessem digerir os desequilíbrios de transações correntes

<sup>\*</sup> No Japão e na Europa Ocidental, ainda hoje a crise se arrasta com o aumento do desemprego. O breve surto de recuperação da economia norte-americana, pós-1993, foi outra vez liderada pela alta de preços dos ativos, sobretudo das ações e commodities nos mercados de futuro, o que precipitou a imediata reação do FED, através de elevações sucessivas das taxas de juros de curto prazo, que acabaram sustentando o processo de retomada de crescimento a taxas mais elevadas. A subida da **prime rate** do FED, até a metade do segundo semestre de 1994, ao sinalizar a possibilidade de bons negócios, provocou uma forte valorização no mercado de bônus que acabou induzindo, paradoxalmente, uma subida da taxa de juros de longo prazo. Repentinamente, ao se alterarem as expectativas dos agentes, desencadeou-se uma crise no mercado de bônus na qual a alta das taxas de juros de longo prazo, ao atrair os grandes poupadores do resto do mundo, precipitou um onda de fuga de capitais das economias emergentes, particularmente dos mais fragilizados pelos desequilíbrios no balanço de pagamentos, cujo desfêcho final se manifestou no segundo colapso mexicano, em 1994.

e patrimoniais das empresas, bancos e famílias envolvidos com surto de valorização dos ativos que se seguiu à intervenção do Federal Reserve em 1987.

Ao estado pré-depressivo dos mercados fi-

internacional. De fato, a norma básica da estabilização, com abertura financeira e comercial, é a imediata criação de medidas de liberação e desregulamentação capazes de oferecer ativos atrativos que possam ser absorvidos pela dinâmica do capital financeiro

TABELA 8  
Reservas Internacionais do Banco Central (1990-1996)

Saldo do Fim de Ano	Caixa <sup>1</sup>	Balanco de Pagamentos <sup>2</sup>	Liquidez <sup>3</sup>
1990	8,7	9,1	9,9
1991	8,5	8,7	9,4
1992	19,0	23,2	23,7
1993	25,8	31,7	32,2
1994	36,4	38,4	38,8
1995	50,4	51,5	51,8
1996 <sup>4</sup>	57,3	57,3	58,7

FONTE: Boletins do Banco Central (vários números). Valores expressos em US\$ bilhões. <sup>1</sup> Conceito operacional do BACEN, envolvendo haveres prontamente disponíveis. <sup>2</sup> Variação de posição, excluídas as contrapartidas por valorização/desvalorização de outras moedas em frente ao dólar dos EUA, monetização/desmonetização de ouro e outros ajustamentos, correspondentes à variação dos haveres no balanço de pagamentos. <sup>3</sup> Agrega, aos valores do conceito de caixa, os haveres representativos de títulos de exportação e outros haveres de médio e longos prazos. <sup>4</sup> Saldo de setembro de 1996.

nanceiros de qualidade, além da angustiante posição de sobrelíquidez provocada pelo longo período de taxas de juros baixas, somou-se um cenário, sobretudo nos mercados emergentes, de estoques de ações depreciadas, governos com alto grau de endividamento e proprietários de empresas públicas privatizáveis e as expectativas silenciosas de valorização das taxas de câmbio e de manutenção de altas taxas de juros reais, em moeda forte, mesmo depois da estabilização dos preços da economia brasileira.

No período anterior ao Plano Real, os superávits da balança comercial, associados à entrada líquida de recursos via transferências unilaterais, neutralizavam os déficits da conta serviços de modo a manter o balanço de transações correntes relativamente equilibrado. Com isso, o ingresso líquido de capitais, sobretudo como resultado dos novos fluxos de investimentos e empréstimos em moeda, configurou uma posição de acumulação de novos ativos no balanço de pagamentos, como se pode ver na TABELA 8.

Na verdade, a economia brasileira, até então sujeita às condições da política de ajuste imposta pela crise da dívida externa, foi literalmente globalizada e o governo federal passou a implementar o seu programa de estabilização de acordo com as regras do mercado financeiro

globalizado (CARVALHO, 1997, p.1-32). Dentre os ativos que circulam no mercado financeiro global destacam-se os títulos públicos, em geral de duração curta e de alta liquidez, ações de empresas estatais em processo de privatização, bônus e "commercial papers" (notas promissórias) e títulos privados de bancos de boa reputação.

Mas, além disso, às vezes interessa ações depreciadas de empresas privadas, em especial aquelas afetadas pela abertura comercial e pela valorização cambial. Os contratos firmados em dólar-uma moeda que perdeu a função de moeda universal, mas que continua sendo a opção preferida dos agentes como ativo e também como unidade de conta dos contratos e, portanto, como reserva de valor-estão sujeitos as flutuações desta moeda num mundo globalizado de intensa mobilização de capitais rentistas.

Os mercados cambiais, com elevado fluxo de negócios que chegam a movimentar cerca de US\$1,3 trilhões por dia, oferecem, aos possuidores de riqueza, renovadas oportunidades de especulação, quanto ao curso futuro das moedas-divisas num mundo incerto, que ensejam novas dinâmicas de arbitragem entre as taxas de juros dos ativos emitidos em diversas moedas-divisas

**TABELA 9**  
**Evolução do Câmbio Contratado Comercial e Financeiro (1990-1996)**

Anos	Comercial			Financeiro			Saldo Geral
	Exportação	Importação	Saldo	Compra	Venda	Saldo	
1990	33,4	19,5	13,9	3,6	14,1	-10,5	3,4
1991	34,5	19,7	14,7	7,6	15,5	-7,8	6,9
1992	39,5	18,8	20,7	16,3	16,5	-0,2	20,5
1993	37,8	21,8	16,0	29,7	27,8	1,9	17,9
1994	42,5	25,8	16,7	39,9	40,1	-0,62	16,5
1995	53,1	41,5	11,5	49,8	47,7	2,1	13,6
1996*	51,0	38,8	12,2	62,5	50,3	12,2	24,4

FONTE: Boletim do Banco Central (vários números). Valores expressos em US\$ bilhões.

\* Valores acumulados até agosto de 1996.

cujos resultados culminam na criação de mercados derivativos.

Os movimentos especulativos nos mercados cambiais tendem a sincronizar uma dinâmica de auto-reforço que combina súbitos choques de demanda, geradores de espirais alistas de preços que recuperam os preços dos ativos subvalorizados, com expectativas de valorizações cambiais das moedas-divisas em que esses ativos foram contratados. A TABELA 9, mostra a tendência de crescimento dos contratos de câmbio financeiro com saldos líquidos que saltaram de menos US\$ 10,5 bilhões (1990) para US\$ 12,2 bilhões (1996).

Mas, em outros casos, a promessa de ganhos especulativos pode estar concentrada nas expectativas de valorização ou desvalorização de uma dada moeda-divisa. De fato, quando os grandes especuladores atacam uma moeda-divisa, torna-se difícil aos bancos centrais protetores de suas moedas de defendê-las através da simples elevação das taxas de juros. Esta iniciativa pode, ao contrário, agravar ainda mais o problema, sobretudo quando as posições cambiais estão protegidas por certos derivativos cujos preços se deslocam no mesmo sentido das taxas de juros (KREGEL, 1996, p.1-5) <sup>(17)</sup>.

\* Os operadores de grandes carteiras de ativos, combinam a negociação de ativos com expectativas de elevados ganhos de capital, tendo em vista o risco e a incerteza da flutuação do preço do ativo na moeda-divisa que serviu de denominador dos contratos, com o difícil e arriscado jogo de antecipar as expectativas convencionais da opinião do mercado global de câmbio quanto a valorização ou desvalorização da cotação, sobretudo nos regimes de câmbio flutuante.

A estreita interdependência e a intensa interatividade dos mercados cambiais e financeiros e os derivativos vêm criando dificuldades de manejo das políticas monetária e cambial, sobretudo naqueles países de moeda fraca. No caso dos países de estabilização recente, a fragilidade potencial da moeda pode induzir que os agentes passem a prometer altos ganhos de capital e/ou embutir elevados prêmios de riscos nas taxas de retorno dos ativos ofertados. Com isso, cria-se uma situação, de certo modo paradoxal para a "liberdade" dos mercados, na qual a rápida desinflação é acompanhada por uma queda muito lenta das taxas de juros nominais. Esta rigidez, por sua vez, tenta impedir uma abrupta queda das taxas de juros reais. Por sua vez, as taxas de juros reais não podem cair abaixo de certos limites fixados pelos **spreads** exigidos pelos investidores de carteira estrangeiros para adquirirem e carregarem um ativo denominado em moeda-divisa potencialmente fraca em seu portfólio.

Nos portfólios dos megapoupadores rentistas dos mercados financeiros globalizados, os ativos ofertados por economias emergentes recém-estabilizadas, com histórias monetárias de longa turbulência inflacionária, são os de maior risco e, portanto, aqueles que saem na frente no processo de liquidação pelos operadores no caso de uma inversão do ciclo financeiro. Porém, mesmo não havendo mudanças no ciclo, os ativos dos mercados emergentes estão, geralmente, sujeitos às intempestivas alterações das **opiniões dos mercados** quanto à sustentabilidade da manutenção dos regimes cambiais, sobretudo se os países emergentes desses agentes emissores não dispõem de reservas internacionais substantivas para minimizar o impacto especulativo.

TABELA 10  
Movimentos dos Capitais Estrangeiros<sup>1</sup> (1990-1996)

Discriminação	1990 <sup>3</sup>	1991	1992	1993	1994	1995	1996 <sup>4</sup>
<b>1. Investimentos Estrangeiros</b>	<b>737</b>	<b>1185</b>	<b>3109</b>	<b>7264</b>	<b>9168</b>	<b>6222</b>	<b>7338</b>
1.1. Entrada	1035	1508	5437	16546	27648	29929	17140
- Portfólio	-	778	3863	15352	25142	24838	12556
- Diretos	-	730	1574	1194	2506	5091	4584
1.2. Saída	298	323	2328	9282	18480	23707	9802
- Portfólio	-	200	2159	8702	17862	22544	9675
- Diretos	-	123	169	580	618	1163	127
<b>2. Empréstimos em Moeda</b>	<b>-302</b>	<b>2369</b>	<b>5761</b>	<b>5865</b>	<b>3712</b>	<b>9113</b>	<b>5967</b>
2.1. Entrada	859	3997	7875	10790	10417	14225	9998
- Intercompanhias	-	308	871	1064	632	1133	919
- Commercial papers	-	1920	1244	837	351	607	226
- Bônus	-	1105	980	500	200	1819	513
- Bancos	-	-	897	834	2034	1779	319
- Notes	-	383	3873	6865	6928	8593	7468
- Securites	-	278	10	690	272	494	207
- Demais	-	3	-	-	-	-	346
2.2. Saída	1161	1629	2114	4925	6705	5312	4031
- Intercompanhias	-	177	390	487	454	402	157
- Commercial papers	-	103	235	919	956	769	226
- Bônus	-	75	200	399	480	629	234
- Bancos	-	1270	1285	2463	2934	1458	2175
- Notes	-	-	-	582	1748	1904	1104
- Securites	-	-	-	71	129	147	126
- Demais	-	4	4	4	4	3	9
<b>3. Financiamentos</b>	<b>-3349</b>	<b>-4076</b>	<b>-3425</b>	<b>-2908</b>	<b>-1907</b>	<b>-2227</b>	<b>-1080</b>
3.1. Entradas	4194	2125	1608	1435	2389	3487	1842
- Organismos Internacionais <sup>2</sup>	-	1143	1029	970	1134	1631	1181
- Agências Governamentais	-	47	74	48	306	399	229
- Agentes Fornecedores/Compradores	-	935	505	417	949	1457	432
3.2. Saídas	7543	6201	5033	4343	4296	5714	2922
- Organismos Internacionais <sup>2</sup>	-	1448	1665	1669	1802	1786	871
- Agências Governamentais	-	2513	1732	1170	997	2043	961
- Agentes Fornecedores/Compradores	-	2240	1636	1504	1497	1885	1090
<b>Saldo Total</b>	<b>2914</b>	<b>-523</b>	<b>5445</b>	<b>9221</b>	<b>10973</b>	<b>13108</b>	<b>12225</b>
- Entradas	6088	7630	14920	28771	40454	47841	28980
- Saídas	9002	8153	9475	18550	29481	34733	16755

FONTE: Boletim do Banco Central do Brasil. (vários números). <sup>1</sup>Valores expressos em US\$ milhões.

<sup>2</sup>Bird, BID e CFL. <sup>3</sup>Os valores não estão discriminados por tipo de aplicação. <sup>4</sup>Valores acumulados até setembro de 1996.

**TABELA 11**  
**Taxas Média Nominal de Juros Inter-**  
**nas e Externas(%)**  
**(1990-1996)**

Anos	Internas	Externas
1990	1.153,0	10,0
1991	537,0	8,4
1992	519,0	6,2
1993	844,4	6,0
1994	68,9	7,1
1995	53,4	8,8
1996 <sup>1</sup>	28,5	8,2

FONTE: Boletim do Banco Central, op.cit. <sup>1</sup>

Taxa média de juros nominais até setembro de 1996.

É por isso que os processos de estabilização dolarizados são, em geral, tanto vulneráveis ao grau de abertura comercial, desde que este não implique geração de superávits nas contas de transação corrente, quanto frágeis também aos problemas de gerenciamento autônomo das políticas macroeconômicas BELLUZZO, COUTINHO(1996)<sup>(8)</sup>; MOLLO(1996)<sup>(22)</sup>. No Brasil, por exemplo, a entrada de capitais especulativos estrangeiros, atraídos pelas altas taxas de juros internos em comparação às do mercado externo, ganha uma dimensão significativa, a partir dos anos 90.

Na verdade, a movimentação de capitais nas bolsas de valores, a partir de captações externas, só pode ser relevante à retomada do crescimento econômico na medida em que sirva para alavancar recursos que, repassados aos investidores produtivos por um período de tempo relativamente longo, possam contribuir para que sejam criadas novas empresas e ampliadas outras tantas. Mas, se a entrada de capitais líquidos for de natureza predominantemente especulativa, então ele pode e deve preocupar as AMs.

A evolução das bolsas de valores no Brasil teve pouca expressão na década de 80, principalmente devido à quebra de confiança que se seguiu à crise do início dos anos 70. Porém, no começo dos anos 90, como se observa na TABELA 10, a entrada de capitais externos mudou esta tendência. Apesar disso, esta mudança acabou trazendo, posteriormente, sérias preocupações às AMs, em face da crise do Méxi-

co, quando houve uma fuga dos capitais voláteis. No período que vai de 1991 a 1996, os investimentos estrangeiros em carteiras elevaram-se de 10,2%(1991) para 59,2%(1996). Enquanto isso, os investimentos estrangeiros diretos pularam de 11,9% (1991) para apenas 15,8% (1996).

A forte entrada de capitais estrangeiros aplicados em investimentos de carteiras, além do movimento de globalização financeira, vêm sendo atraídos pelo diferencial entre as taxas de juros internas e externas. A volatilidade desses capitais de carteira, entretanto, preocupa as AMs, pois, em caso de saída abrupta do país, eles podem provocar uma gravíssima crise cambial que, dependendo das reservas em dólares, poderá tornar frágil e vulnerável todo sistema financeiro brasileiro. Na verdade, a política monetária de altas taxas de juros interna, como mostra a TABELA 11, busca o controle da demanda interna e a atração de recursos externos, não só para cobrir déficits da balança de transações correntes, como também para gerar um acúmulo de reservas internacionais em níveis elevados para sustentar a valorização da taxa de câmbio do plano real.

Esta sobrevalorização do real, provocada pela ancoragem cambial com base em taxas de câmbio flutuantes sob o regime de bandas, além de impedir a queda da taxa de juros interna, estimula os gastos com importações que, embora ajudem a conter a inflação residual através da concorrência dos produtos nacionais com os estrangeiros, se não regulada adequadamente pode por em risco alguns segmentos de menor competitividade da indústria nacional. Mas ainda, a manutenção da taxa de câmbio sobrevalorizada, também desestimula as exportações e agrava os déficits na balança de transações correntes, como mostra a TABELA 12.

A necessidade de cobrir o déficit de transações correntes, ou mesmo da expectativa de que o déficit da balança comercial venha agravar-se no futuro, são os fatores determinantes da atual política de juros altos. Ademais, a política de juros internos elevados tanto agrava o giro do serviço da dívida interna, quanto sustenta a política de sobrevalorização do real em relação ao dólar. Com isso, não se estancando a entrada de capitais externos voláteis, atraídos pelos altos juros internos e pela valorização da taxa de câmbio, ampliam-se, assim, os déficits da balança comercial que, para serem cobertos, exigem um volume maior de capitais externos ou queima de reservas internacionais para fechar o balanço de pagamentos.

A estabilização econômica, conquistada nestas condições, se transforma numa constante ameaça à permanência do sucesso do plano real. Numa perspectiva, tem sentido a insistência daqueles que afirmam que a âncora cambial deveria ser temporária o suficiente para substituí-la pela âncora fiscal.

Sabe-se que, depois da estabilização com o plano real, os salários reais do funcionalismo público cresceram devido aos aumentos nominais concedidos pouco antes do plano, e pela redução do imposto inflacionário decorrente da queda vertiginosa da taxa de inflação após o plano. Este raciocínio também é válido para os demais contratos, assumidos pelo governo federal, cujos valores nominais eram indexados de forma imperfeita aos índices de preços mais pre-

cisos. No caso das receitas fiscais, tudo indica que o **efeito Tanzi** não afetou com a mesma intensidade os tributos arrecadados, comparativamente ao ocorrido em outros países, devido à receita fiscal federal, depois de longa convivência com inflação elevada, ter promovido uma indexação protetora dos fluxos dos recursos arrecadados.

O Fundo Social de Emergência-FSE, além da política de redução de gastos públicos, não foram consideradas, na avaliação do governo federal, como âncoras fiscais suficientes para que ele pudesse avançar com menos receio no seu programa de estabilização. Com consequência, restou à estabilização a âncora cambial, baseada na valorização do real, e a âncora monetária de taxas de juros internas elevadas, mas também atrelada a política cambial. A acumulação de reservas internacionais garantiu a transição para a estabilização.

TABELA Nº 12  
Balanço de Pagamentos<sup>1</sup> (1991-1996)

Discriminação	1991	1992	1993	1994	1995	1996 <sup>2</sup>
<b>.Balança Comercial</b>	<b>10579</b>	<b>15239</b>	<b>13307</b>	<b>10466</b>	<b>-3157</b>	<b>-296</b>
-Exportações	31620	35793	38563	43545	48506	22919
-Importações	21041	20554	25256	33079	49663	23215
<b>.Balança de Serviços(líquidos)</b>	<b>-13542</b>	<b>-11339</b>	<b>-15585</b>	<b>-14743</b>	<b>-18600</b>	<b>-8836</b>
-Juros	-8621	-7253	-8280	-6338	-8158	-4754
-Outros Serviços	-4921	-4086	-7305	-8405	-10442	-4082
<b>.Transferências Unilaterais</b>	<b>1556</b>	<b>2243</b>	<b>1686</b>	<b>2588</b>	<b>3973</b>	<b>1591</b>
-Receitas	1599	2315	1792	2751	4224	1724
-Despesas	43	72	106	163	251	133
<b>.Transações Correntes</b>	<b>-1407</b>	<b>6143</b>	<b>-592</b>	<b>-1689</b>	<b>-17784</b>	<b>-7541</b>
<b>.Conta Capital</b>	<b>-4148</b>	<b>25271</b>	<b>10115</b>	<b>14294</b>	<b>29820</b>	<b>16954</b>

FONTE: Boletim do Banco Central (vários números). <sup>1</sup>Balanço de Pagamentos (itens selecionados expressos em

US\$ milhões). <sup>2</sup>Valores acumulados até setembro de 1996.

Entretanto, a acumulação das reservas cambiais, temporariamente interrompida com a aguda crise mexicana, para de voltar a crescer depois, e as altas de juros reais que cresceram abruptamente para de voltar a cair gradualmente depois da crise provocaram um crescimento acelerado da dívida pública em todas as esferas de governo e fragilizaram os bancos de desenvolvimento estaduais, particularmente daqueles governos subnacionais que tinham emitido títulos. Por sua vez, os capitais externos entrantes, para serem convertidos em moeda nacional, precisam antes ser esterilizados, para não pressionarem a base monetária, o que não só aumenta ainda mais a dívida pública interna, como pressiona mais ainda as taxas de juros para cima e reestimula outra vez a captação de capitais voláteis do exterior, gerando efeitos também sobre a dívida pública externa, como se pode observar na TABELA 13.

O breve surto de crescimento econômico, ocorrido entre setembro de 1994 e maio

fiscal tornou-se mais grave, particularmente para as economias estaduais, quando o governo federal, com receio dos efeitos do déficit comercial no futuro, adotou medidas de contenção do crédito para refrear o crescimento da demanda agregada.

O resultado disso foi o aumento da inadimplência, por parte dos agentes ponzi que se que endividaram no período anterior, que acabou atingindo os bancos já fragilizados pela perda das receitas inflacionárias e que não se protegeram dos riscos a tempo. Esta freada radical, provocada pelo governo federal, reduziu o nível da atividade econômica do país e impactou negativamente as finanças públicas não só devido à queda das receitas tributárias e aumento da sonegação fiscal, como pelo alto custo da intervenção do Banco Central no sistema bancário dos estados subnacionais. Com efeito, daí em diante os governos estaduais entraram numa crise financeira marcada pela incapacidade do pagamento

TABELA 13  
Evolução e Participação no PIB das Dívidas Externa e Interna do Setor Público no Brasil  
(1991-1996)

Discriminação	1991		1992		1993		1994		1995		1996	
	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%
1. Dívida Total	177	41,7	169	39,5	150	33,3	181	33,7	208	31,2	249	34,7
Gov. Fed e BACEN	59	14,0	52	12,1	40	8,8	78	14,5	90	13,5	117	16,3
Gov. Estad. e Mun.	33	7,9	42	9,8	42	9,3	60	11,2	72	10,8	87	12,0
Empresa Estatais	84	19,6	75	17,6	68	15,2	43	7,8	46	6,9	45	6,4
2. Dívida Interna	65	15,3	84	19,6	84	18,7	128	23,9	170	25,4	217	30,3
Gov. Fed e BACEN	-10	-2,4	4	0,9	8	1,7	39	7,3	67	9,9	102	14,3
Gov. Estad. e Mun.	28	6,7	37	8,7	37	8,3	58	10,8	70	10,5	84	11,7
Empresa Estatais	47	11,0	43	10,1	39	8,6	31	5,7	33	5,0	31	4,3
3. Dívida Externa	112	26,4	85	19,9	66	14,7	52	9,7	38	5,7	32	4,4
Gov. Fed e BACEN	69	16,3	48	11,2	32	7,1	38	7,1	24	3,5	14	2,0
Gov. Estad. e Mun.	5	1,2	5	1,2	5	1,0	2	0,3	2	0,4	3	0,4
Empresa Estatais	38	8,9	32	7,5	29	6,5	12	2,2	12	1,8	15	2,0
<sup>1</sup> PIB	0,141		1,778		53,955		537,555		668,211		717,901	
<sup>2</sup> Taxa de Câmbio	0,0004		0,0045		0,1186		0,8440		0,9715		1,0104	

FONTE: Boletim do Banco Central do Brasil (vários números). <sup>1</sup> Deflator: IGP-DI centrado em final do mês (média geométrica dos índices do mês de referência e do mês seguinte). <sup>2</sup> Taxa de câmbio (compra): R\$/US\$.

de 1995, a despeito do aumento do nível de atividade e da receita tributária, mostrou a fragilidade do plano a inesperados aumentos de demanda por consumo. O desequilíbrio

dos salários dos funcionários, crescimento insurportável dos estoques das suas dívidas mobiliárias e contratuais e pela baixa capacidade da arrecadação tributária decorrente da queda do nível da atividade econômica.

Para resolver está "sinuca de bico" que, para os governos estaduais endividados, significaria a solução para os seus problemas de desequilíbrios financeiros e patrimoniais, o governo federal

\* Este breve surto de crescimento econômico resultou do fim do imposto inflacionário que incidia sobre os segmentos de baixa renda, da queda da taxa de juros nominal, que deslocou parte da riqueza dos poupadores para gastos de consumo e do retorno do crédito para capital de giro e para consumo pelos bancos e financeiras.

deveria reduzir a taxa de juros e desvalorizar o câmbio, mas isto só pode ser feito respeitando o diferencial da taxa de juros de interesses dos capitais rentistas internacionais que carregam em suas carteiras de ativos os títulos denominados em reais.\* Porém, até agora, a insistência do governo federal, em manter o diferencial de juros elevado e a forte valorização do câmbio, só tem acarretado uma série de dificuldades para administração fiscal e monetária, para o equilíbrio do balanço de pagamentos e, por fim, a retomada do crescimento econômico.

Esta perversa combinação de taxas de juros altas com câmbio sobrevalorizado, além dos problemas de finance e funding para alavancar os investimentos, os desequilíbrios do setor público e do setor privado podem gerar desvios alocativos de recursos nos setores industriais e agrícolas. De fato, a crise de financiamento dos investimentos produtivos pode causar "disrupção" nas cadeias produtivas dos complexos industriais pesados e nos complexos eletrônicos a ponto de destruir certos elos da cadeia desses complexos, o que acaba traduzindo-se em redução de renda e emprego. Este arranjo de juros e câmbio, numa economia aberta, também pode afetar, de modo desigual, os novos investimentos setoriais e regionais à produção de bens transacionáveis mais competitivos no mercado mundial.

Este círculo vicioso, entre taxas de juros altas e câmbio sobrevalorizado, também vem retardando a retomada do crescimento econômico na medida em que as taxas de juros elevadas não só inibem os investimentos como também impedem o ciclo expansivo e ainda agravam o problema do desemprego já sério com a globalização produtiva baseada em técnicas intensivas de capital.\*\*

O atual modelo de estabilização, também, engendrou uma nova "ciranda financeira" com forte endividamento interno e externo da economia brasileira. Porém, diferentemente dos anos 60 e 70, em que o endividamento foi funcional para bancar projetos destinados a substituir importações e/ou estimular as exportações, nesta fase do

ciclo financeiro, o endividamento em moeda estrangeira e a forte especulação dos capitais rentistas globais nos mercados financeiros domésticos, tendem a tornar vulnerável a economia brasileira a choques externos.

De fato, dadas essas características dos mercados financeiros globalizantes e de sua dinâmica cíclica financeira, corre-se o risco potencial de que uma súbita elevação das taxas de juros internacional, acompanhada de uma fuga em massa de capitais voláteis para outros mercados de qualidade, provoque uma grave crise cambial nas economias emergentes. No caso brasileiro, entretanto, esta possibilidade está sujeita as alterações das políticas macroeconômicas e ao ciclo político porque passa o país, neste momento, com o problema da emenda da reeleição para presidente da república, e outras esferas de poder, e das reformas estruturais, especialmente as reformas fiscal, previdenciária e patrimonial do Estado.

## CONCLUSÃO

Desde a lei da usura e da batalha contra o deságio que, de uma forma ou de outra, a política de juros altos, como atrativa de poupadores de acordo com a teoria pré-keynesiana neoclássica, vem criando obstáculos ao desenvolvimento sustentado e duradouro. Neste sentido, a elevação das taxas de juros, juntamente com os mecanismos de indexação, acabaram gerando um ambiente propício a especulação financeira no país, sobretudo nos anos 80. Pior ainda, para que o governo não exercesse diretamente o seu poder de seigniorage, as pressões externas resultantes do aumento da dívida externa, sobretudo dos serviços da dívida na forma dos altos juros internacionais naquele período, gestou a dívida interna como decorrência da necessidade do governo federal de tomar recursos, junto ao mercado financeiro nacional e internacional, para bancar o excesso de dívidas resultantes do aumento das exportações líquidas e para cobrir os déficits fiscais.

Como efeito, gestou-se uma estrutura financeira alimentadora do capital fictício que passou a inibir os investimentos e, o que é pior, a sangrar os recursos do setor industrial e agrícola à

\* Neste sentido, a estratégia brasileira de adotar uma convertibilidade não casada com taxa de câmbio fixa, a exemplo do modelo Argentino, abre a possibilidade de uma desvalorização quando assim se justificar.

\*\* Os dados do governo federal, sobre a destinação do investimento direto estrangeiro, apontam para uma forte concentração do mesmo na área do setor de serviços.



especulação desvairada dos capitais rentistas e também dos capitais excedentes das atividades produtivas que buscavam algum ganho na esfera financeira. A desmonetização da economia e a queda das operações de crédito de curto e longo prazos, numa economia com alta inflação, contribuíram para que a economia brasileira tivesse um péssimo desempenho no período que ficou conhecido como a década perdida.

Sem dúvida, muito contribuiu a elevada taxa de juros interna e o favorável ambiente financeiro institucional que permitia a transmissibilidade da liquidez financeira nos mercados secundários através de inovações financeiras e dos mecanismos da carta de recompra e da zeragem automática.<sup>\*</sup> Estes mecanismos, além de garantirem liquidez máxima aos títulos, equivalente à da moeda de curso forçado, sancionavam a rentabilidade do capital fictício quase sem risco algum. Esta situação gerava uma endogeneização da moeda que, além de reduzir a margem de manobra da AM na condução da política monetária, atraía vultosos recursos dos setores produtivos que buscavam proteção contra a inflação.<sup>\*\*</sup>

A alta taxa de juros era então justificada pela necessidade de rolar a dívida interna e, ao mesmo tempo, evitar a fuga de capitais do país para o estrangeiro, ou mesmo o desvio dos poupadores da moeda nacional para o dólar. Além disso, justificava-se que as altas taxas de juros internas, além de estimular a poupança doméstica a fim de prover formas não inflacionárias do financiamento dos investimentos, agiam como

forte instrumento de controle da demanda agregada e, por conseguinte, dos preços em geral. No entanto, como se sabe, as taxas de juros elevadas acabaram recriando um outro círculo vicioso na medida em que agiam como retroalimentadoras do aumento dos custos das empresas, principalmente dos custos financeiros operacionais, que acabavam repassando para os preços com efeitos na inflação de custos.

Nos anos 90, com a estabilidade econômica proporcionada pelo Plano Real, as altas taxas de juros, a valorização do câmbio e a dívida interna e externa são os novos vilões. De fato, embora a dívida interna e a especulação financeira desenfreada, para fugir da inflação, tenham sido controladas, como mostra a proporção da dívida interna no PIB, a partir de 1995, vem-se notando uma tendência de crescimento da dívida interna como resultado tanto das altas taxas de juros, com devido ao volume da dívida em decorrência das pressões da dívida pública e da forte entrada de capitais voláteis de curta duração, que, uma vez convertidos em reais, requerem sua esterilização através da colocação de títulos públicos no mercado financeiro, o que acaba não só ampliando a dívida interna, como forçando a subida da taxa de juros.

Este mecanismo, não só inibe os investimentos necessários à retomada do crescimento econômico, como, ao atrair capitais do mercado financeiro global, coloca a economia brasileira num estado de incerteza e de risco potencial, em face da permanente ameaça de saídas bruscas dos capitais voláteis internacionais. Estes, podem afetar, caso se concretize esta possibilidade em função do esgotamento da âncora cambial - que são as reservas internacionais e a política de valorização cambial em face do aumento crescente do déficit da balança comercial - o sistema financeiro brasileiro. Portanto, de pronto, há que se reduzir gradualmente a taxa de juros, através do mecanismo do redutor, e também devem ser tomadas medidas de descompressão da taxa de câmbio.<sup>\*</sup>

Os riscos até aqui apontados, em face da globalização financeira e do esgotamento do padrão de financiamento do setor público em geral, sugerem que sejam tomadas as providências neces-

\* Pela **carta de recompra** os intermediários financeiros assumiam o compromisso de comprar os títulos emitidos pelo mercado primário dentro de um prazo predeterminado. Este mecanismo, ao garantir a negociação dos títulos, também permitia a transmissibilidade da liquidez financeira e sua conversibilidade em liquidez monetária no momento da recompra. Portanto, essa inovação financeira possibilitava ao capital fictício que este não fosse meramente ilusório e que os rendimentos dele, a partir das rendas e riquezas circulantes e oriundas das atividades produtivas e comerciais, fossem de fato sanacionados. Por sua vez, o mecanismo de zeragem automática permitia que o Banco Central assistisse diretamente os bancos, principais responsáveis pela maior parte da compra e venda dos títulos públicos no mercado de open-market, a garantia do financiamento diário do overnight, com base na taxa média de juros formada entre o curtíssimo intervalo entre a noite e o dia, para as instituições financeiras com excesso de títulos sobre os recursos - o BACEN entrava comprando ou com excesso de recursos sobre os títulos - af o BACEN entrava vendendo [Rêgo (1991); Carvalho (1994)].

\*\* O caráter exógeno da oferta de moeda, e a facilidade de acesso ao mercado de títulos públicos pelas grandes empresas produtivas e financeiras, foi ampliada pelos bancos, sobretudo os varejistas, que passaram a captar os recursos dos pequenos poupadores, sobretudo dos assalariados e da classe média, mas não só deles, nas famosas contas remuneradas.

\* O presidente do Banco Central, Gustavo Loyola, admitiu, em recente entrevista na Gazeta Mercantil (21/01/97) (7) a dificuldade do controle da taxa over/elic de juros no mercado financeiro. O Ministro Pedro Malan também já admite o aperfeiçoamento da banda cambial (Gazeta Mercantil 22/01/97) (18).

sárias - a começar pela reforma fiscal e financeira - para que se evite o estado de crise e se busque a retomada do crescimento econômico, com distribuição da renda e da riqueza, e a redução do desemprego com estabilização da moeda nacional. O impasse político em torno da reeleição e das reformas estruturais pode complicar este quadro na medida em que não for negociada, de forma transparente e com o consentimento da sociedade civil, a agenda pública que se encontra no Congresso.

## ABSTRACT:

.....

This essay aim to discuss some basic features about regional financial pattern crisis, in particular case of brazilian Amazônia. In fact, the present paper searches to analyse the state financial fiscal crisis, that emerged since the eighties and transmitted its perverses effects on development of North region in the nineties, like a problem that must be studied because of the proximity financial and fiscal reform in brazilian Congress.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Almeida, Julio Sergio Gomes de (1980). As Financeiras na Reforma do Mercado de Capitais: O Descaminho do Projeto Liberal. Campinas, IE/UNICAMP. (Tese de Mestrado).
- ALMEIDA, Julio Sergio Gomes de. As Financeiras na Reforma do Mercado de Capitais: O Descaminho do Projeto Liberal. Campinas, SP: IE/UNICAMP, 1980. Tese (Mestrado)
- \_\_\_\_\_. As Reformas Financeiras de 1964-1965: Objetivos, Rumos e Desvios. Rio de Janeiro, IEI/UFRJ, 1984. Texto para discussão, 59.
- \_\_\_\_\_. Kelecki and Keynes on Finance, Investment and Saving. Cambridge Journal of Economic. London, v.7, n.3/4, set./dez.1983.
- ASIMAKOPOULOS, A(1986). Finance, Saving and Investment. JPKE, New York, v.9, n.1, Fall, 1986.
- BACEN. Relatórios e Boletins do Banco Central (vários números)
- BAER, Monica. O Rumo Perdido: a crise fiscal e financeira do Estado brasileiro. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993.
- BANDA Cambial será aperfeiçoada. Gazeta Mercantil. São Paulo, 21 jan.1997.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga, COUTINHO, Luciano. Estabilização e Finanças Globalizadas. São Paulo, IE/UNICAMP, 1996. Texto apresentado no Seminário Internacional de Macroeconomia ante a Globalização, 1996.
- BIASOTTO JÚNIOR, Geraldo. Endividamento Externo e Desequilíbrio Financeiro do Setor Público na Primeira Metade dos Anos 80. Campinas, SP, IE/UNICAMP, 1988. Tese (Mestrado).
- CARVALHO, David Ferreira. Impactos financeiros do ajustamento macroeconômico da economia brasileira à crise cambial dos anos 80. Paper do NAEA, Belém, n.34, 1995.
- \_\_\_\_\_. O Padrão de Financiamento Rural e a Regulação da Modernização da Agricultura Brasileira nos Anos 80. Campinas, SP: IE/UNICAMP, 1994. Tese (Doutorado).
- \_\_\_\_\_. Plano real e os problemas macroeconômicos da dolarização da economia brasileira. Papers do NAEA, Belém, n.35, 1994.
- CRUZ, Paulo Davindoff. Dívida externa e política econômica. São Paulo: Brasiliense, 1984.
- DAVIDSON, Paul. Finance, funding, saving and investment. JPKE, New York, v.9, n.1, fall, 1986.
- \_\_\_\_\_. Post Keynesian Macroeconomic Theory: a fundation for success economic

- policies for the century. Cambridge: Edward Elgar, 1994.
- KEYNES, J.M. A teoria geral do emprego, do juro e da moeda. São Paulo: Atlas, 1982.
- KREGEL, J.A. Risks and implications of financial globalization for national policy autonomy. Campinas, SP: IE/UNICAMP, 1996. Texto apresentado na Conferência Internacional sobre Macroeconomics in Face of Globalization.
- LOYOLA descarta freio na economia. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 22 jan. 1997.
- MINSKY, Hyman P. Can't it Again? New York: M.E.Sharpe, 1982.
- \_\_\_\_\_. Global consequences of financial deregulation. St.Louis: Washington University, 1986.
- \_\_\_\_\_. Stabilization an unstable economy. London: Yale University Press, 1986.
- MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. Capital fictício: traços de sua evolução na economia brasileira. Brasília: UNB, 1996.
- OLIVEIRA, Fabrício Augusto de. Autoritarismo e crise fiscal no Brasil: 1964-1984. São Paulo: Hucitec, 1995.
- REGO, E.L. A operacionalidade da política monetária no Brasil no contexto da moeda indexada: 1985/1990. Campinas, SP: IE/UNICAMP, 1991. Tese (Mestrado).
- SIMONSEN, Mário Henrique. A imaginação reformista. In: SIMONSEN, Mario Henrique, CAMPOS, Roberto de Oliveira. *A Nova Economia Brasileira*. Rio de Janeiro: J.Olympio, 1979.
- TAVARES, Maria da Conceição. Ciclo e crise - o movimento recente da industrialização brasileira. Rio de Janeiro: UFRJ, 1976. Tese (Professora Titular) mimeo.
- \_\_\_\_\_. O Sistema Financeiro Brasileiro e o Ciclo de Expansão Recente. In: DESENVOLVIMENTO Capitalista no Brasil. São Paulo: Brasiliense, 1983. n.2.
- TERZI, Andrea. The Independence of finance from saving: a flow-of-funds interpretation. *JPKE*. New York, v,9,nº2, winter 1987.

Recebido para publicação em 27.06.97.