

**CLAUDIA COLODEL**

**A EVOLUÇÃO DO PASSIVO EXTERNO LÍQUIDO BRASILEIRO  
DURANTE O PLANO REAL**

**CURITIBA**

**2004**

**CLAUDIA COLODEL**

**A EVOLUÇÃO DO PASSIVO EXTERNO LÍQUIDO BRASILEIRO  
DURANTE O PLANO REAL**

**Monografia apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Economia no curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná.**

**Orientador: Prof. Dr. Marcelo Luiz Curado**

**CURITIBA**

**2004**

## TERMO DE APROVAÇÃO

CLAUDIA COLODEL

### A EVOLUÇÃO DO PASSIVO EXTERNO LÍQUIDO BRASILEIRO DURANTE O PLANO REAL

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção de grau de Bacharel em Ciências Econômicas da Universidade Federal do Paraná, pela comissão formada pelos seguintes professores:

Orientador:

  
Prof. Dr. Marcelo Luiz Curado

Setor de Ciências Sociais Aplicadas da UFPR

  
Prof. Dr. José Gabriel Porcile Meirelles

Setor de Ciências Sociais Aplicadas da UFPR

  
Prof. Dr. José Luis da Costa Oreiro

Setor de Ciências Sociais Aplicadas da UFPR

Curitiba, fevereiro de 2004

## SUMÁRIO

<b>LISTA DE ILUSTRAÇÕES.....</b>	<b>iv</b>
<b>RESUMO.....</b>	<b>vi</b>
<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>01</b>
<b>2 REVISÃO DA LITERATURA.....</b>	<b>04</b>
2.1 A DINÂMICA DO BALANÇO DE PAGAMENTOS.....	04
2.2 INSTRUMENTOS DETERMINANTES DO MOVIMENTO DE CAPITAIS.....	10
2.2.1 Política Cambial.....	10
2.2.2 Taxa de Juros.....	13
2.3 DEFINIÇÃO DO PASSIVO EXTERNO LÍQUIDO BRASILEIRO.....	14
<b>3 O PLANO REAL.....</b>	<b>20</b>
3.1 PRIMEIRA FASE DO PLANO REAL: 1994-1998.....	20
3.1.1 A Implantação do Plano Real.....	20
3.1.1.1 O ajuste fiscal.....	21
3.1.1.2 O padrão de valor monetário: a Unidade Real de Valor.....	22
3.1.1.3 A nova moeda.....	24
3.1.2 A Condução da Política Econômica: da Implantação do Plano à Mudança Cambial em 1999.....	27
3.2 SEGUNDA FASE DO PLANO REAL: 1999-2002.....	35
<b>4 ANÁLISE DOS DETERMINANTES DA EVOLUÇÃO DO PASSIVO EXTERNO BRASILEIRO DURANTE O PLANO REAL.....</b>	<b>45</b>
4.1 A COMPOSIÇÃO DO PASSIVO EXTERNO LÍQUIDO REPRESENTANTE DOS DESEQUILÍBRIOS EXTERNOS.....	47
4.2 A INFLUÊNCIA DOS INSTRUMENTOS DETERMINANTES DO MOVIMENTO DE CAPITAIS.....	55
4.3 A DIMENSÃO DO DESAJUSTE EXTERNO.....	58
<b>5 CONCLUSÃO.....</b>	<b>61</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>64</b>

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

TABELA 1	– ESTRUTURA DO BALANÇO DE PAGAMENTOS BRASILEIRO – 1998-2002.....	08
GRÁFICO 1	– TAXA DE INFLAÇÃO DO IGP – 1994 – EM %.....	24
GRÁFICO 2	– TAXA DE CÂMBIO NOMINAL BRASILEIRA – JUL 1994-DEZ 2002 – EM % AO MÊS.....	26
GRÁFICO 3	– TAXA DE VARIAÇÃO DO PIB E DESEMPREGO ABERTO BRASIL – 1994-2002 – EM %.....	34
GRÁFICO 4	– TAXA DE JUROS OVERNIGHT (SELIC) – JAN 1997-DEZ 1999.....	37
GRÁFICO 5	– METAS DE INFLAÇÃO, INTERVALO DE TOLERÂNCIA E INFLAÇÃO OBSERVADA – 1999-2002 – EM % AO ANO.....	40
GRÁFICO 6	– DEPRECIAÇÃO CAMBIAL E INFLAÇÃO – 2001-2002 – EM % AO ANO.....	41
GRÁFICO 7	– SUPERÁVIT PRIMÁRIO CONSOLIDADO – 1999-2002 – EM % DO PIB.....	42
QUADRO 1	– BALANÇO DE PAGAMENTOS DO BRASIL – 1992-2002 – EM US\$ MILHÕES.....	45
GRÁFICO 7	– SALDO EM TRANSAÇÕES CORRENTES – MAR 1994-MAR 1995 – EM US\$ MILHÕES.....	46
TABELA 2	– PASSIVO EXTERNO LÍQUIDO BRASILEIRO – 1994-2002 – EM US\$ BILHÕES.....	47
GRÁFICO 8	– DÍVIDA EXTERNA TOTAL BRASILEIRA – CURTO, MÉDIO E LONGO PRAZO – 1994-2002 – EM US\$ MILHÕES.....	48
GRÁFICO 9	– COMPOSIÇÃO DO INGRESSO BRUTO DE INVESTIMENTO DIRETO ESTRANGEIRO NO BRASIL – 1995-2002 – EM % DO TOTAL.....	50
TABELA 3	– CARTEIRA DE ATIVOS DE INVEST. ESTRANGEIROS – 1995-2002 – EM US\$ MILHÕES.....	52

GRÁFICO 10 – RESERVAS INTERNACIONAIS - CONCEITO LIQUIDEZ – JUL 1994-OUT 1998 – EM US\$ MILHÕES.....	53
GRÁFICO 11 – CRESCIMENTO DO PASSIVO EXTERNO LÍQUIDO BRASILEIRO – 1994-2002 – EM US\$ BILHÕES .....	54
GRÁFICO 12 – TAXA DE VARIAÇÃO DOS JUROS NOMINAIS – JUL 1994-JUL 2000 – EM %.....	55
GRÁFICO 13 – TAXA DE CRESCIMENTO DO PASSIVO EXTERNO BRUTO BRASILEIRO E EXPORTAÇÕES – 1995-2002 – EM %.....	57

## **RESUMO**

Esta monografia tem como objetivo analisar a evolução do passivo externo líquido brasileiro durante o Plano Real, no período de 1994 a 2002. O ponto central de discussão consiste em detectar, através do estudo das políticas econômicas adotadas, os motivos que levaram as contas externas ao desequilíbrio. Primeiro, vê-se déficits sucessivos aparecendo no balanço de pagamentos. Depois, e em virtude disto, é adotada uma política de captação de recursos externos caracterizada pela alta volatilidade. Como consequência tem-se o incremento do endividamento externo brasileiro, configurando-se, então, como restrição para as opções da política econômica nacional.

## 1 INTRODUÇÃO

A implantação do Plano Real, em julho de 1994, foi caracterizada pela valorização significativa da moeda nacional frente às moedas estrangeiras. Essa valorização teve um papel importante na redução do processo de inflação e contribuiu decisivamente para a estabilidade verificada desde então. Contudo, trouxe consigo um agravamento das contas externas devido aos efeitos da abertura comercial e da recuperação do nível de atividade econômica.

Até 1994, inexistiam déficits importantes nas transações correntes. Com o Real, apareceram desequilíbrios expressivos, estimulados pela reversão dos saldos da balança comercial, potencializados pelo aumento das importações e a inexpressividade da reação das exportações. Dada a situação preexistente, a erosão do saldo da balança comercial teria que ter como contrapartida, para fins de equilíbrio no balanço de pagamentos, um superávit inevitável na conta financeira.

No entanto, a estratégia de atrair capitais externos como solução para compensar os desequilíbrios do balanço de pagamentos e manter as metas de estabilização do plano gerou um agravamento do problema que se quis solucionar. Para que os ingressos ocorressem, as taxas de juros tiveram que ser fixadas em níveis bastante elevados. A funcionalidade da política adotada foi vislumbrada através do ingresso de empréstimos externos, investimentos de *portfólio* e a entrada de investimentos estrangeiros diretos no país.

Apesar da maciça entrada de capitais estrangeiros e dos ajustes praticados na política cambial, os esforços não foram suficientes para mascarar a fragilidade da contas externas e a vulnerabilidade diante das turbulências nos mercados internacionais. Como no México, em 1995 e na Ásia, em 1997, o Brasil estava fadado à ataques especulativos contra a moeda nacional que culminariam, como aconteceu, na inevitável desvalorização da moeda, em janeiro de 1999.

A partir daí, pôde-se vislumbrar uma melhora nos indicadores externos em virtude da nova diretriz da política cambial combinada à adoção de uma política fiscal

e monetária mais ativa. Não demorou para esse novo cenário repercutisse nas contas externas, principalmente com a diminuição dos déficits em conta corrente.

Portanto, o ponto crucial de análise é como as alterações na política econômica afetaram as variáveis que demonstram a vulnerabilidade externa do país. Se os passivos acumulados com o exterior superam em ordem e magnitude os ativos externos registrados, como se deu a manutenção do processo de ajustamento das contas externas? Engloba-se, todavia, no conceito de passivo externo, a dívida externa total e o estoque de investimentos estrangeiro, direto e em carteira. Os ativos disponíveis são representados pelas reservas internacionais, pelos haveres e investimentos brasileiros no exterior. Esse passivo externo líquido representa, portanto, as limitações para a administração da política exterior brasileira.

Assim, o objetivo deste estudo é demonstrar a evolução do passivo externo líquido brasileiro, desde a implantação do Plano Real, em julho de 1994, até o período final de 2002, procurando analisar os elementos que explicam o comportamento dessa variável e o que ela representa para a economia brasileira.

Para esse fim, encontra-se estruturado este trabalho em capítulos dispostos por uma parte teórica, onde são apresentados os principais conceitos que envolvem as contas externas e as políticas que as influenciam; e pela evidência factual, onde, primeiramente, parte-se de um estudo sobre o Plano Real, sendo este o cenário da configuração do fato, e depois, numa análise geral, é evidenciada a formação do passivo externo, bem como os principais pontos que influenciaram na configuração das contas.

O capítulo 2 comporta a Revisão da Literatura, onde são expostos os conceitos do balanço de pagamentos e a influência da política cambial e monetária, através da taxa de juros, nas contas externas. Por último, são apresentadas as contas que, unificadas, compõem o passivo externo líquido brasileiro.

No capítulo 3 é feita a descrição de como foi a consolidação do Plano Real, desde sua formação às conseqüências das políticas adotadas. Este capítulo está dividido em duas seções, evidenciando duas fases distintas dentro do período em análise: a primeira, que vai de 1994 a 1998, marcada pela forte valorização da moeda

nacional; e a segunda, de 1999 a 2002, demarcada pela virtuosa desvalorização cambial que ocorreu em janeiro de 1999.

Comportando o objetivo do trabalho, o capítulo 4 trará a análise da evolução do passivo externo frente às alterações de políticas econômicas que foram se configurando durante todo o Plano Real. Para tanto, será descrita a evolução do passivo externo líquido durante o período e a influência da política monetária e cambial na configuração desse cenário, verificando, acima de tudo, à luz desse escopo, o significado dessa experiência de endividamento para a economia nacional.

## 2 REVISÃO DA LITERATURA

Este capítulo busca mostrar como os preceitos da política econômica se correlacionam para explicar a formação dos passivos externos do país. O ponto de partida está nos desequilíbrios do balanço de pagamentos, mais particularmente na dinâmica entre as transações correntes e a conta financeira. Além disso, observa-se que coexistem mecanismos de interferência que são utilizados para influir nos resultados prospectivo, onde encontram-se destacadas a política cambial, através dos reflexos da taxa de câmbio, e a política monetária, basicamente pela administração da taxa de juros.

Assim, a seguir, buscar-se-á na literatura a base para esse entendimento. Primeiramente, far-se-á uma exposição das contas que compõem o balanço de pagamentos e sua funcionalidade. Depois, serão expostas as teorias concernentes à política cambial e porquê esta política é fundamental para refletir os caminhos do movimento de capitais. Nesse contexto, observar-se-á a influência da taxa de juros na tomada de decisão do investidor e do governo. Finalmente, serão apresentadas as definições e a composição do passivo externo líquido brasileiro.

### 2.1 A DINÂMICA DO BALANÇO DE PAGAMENTOS

Para entender a questão da evolução do passivo externo brasileiro é preciso, em primeiro lugar, entender a dinâmica das contas externas dentro do balanço de pagamentos. É no balanço de pagamentos onde são registradas todas as transações comerciais e financeiras de um país com o resto do mundo, considerando um determinado período de tempo.

Em relação à contabilização, explica DORNBUSCH e FISCHER (1991, p. 204), “a regra simples para as contas do balanço de pagamentos é que a transação que dá lugar a um pagamento do residente de um país é um item de déficit no balanço de

pagamentos daquele país.” Assim também considerado, ocorre um superávit quando a transação resulta em um recebimento por parte do residente<sup>1</sup> do país.

O balanço de pagamentos<sup>2</sup> é formado por um conjunto de lançamentos que, conforme suas especificidades, estão reunidas em quatro grandes grupos dentro do balanço: transações correntes, conta capital, conta financeira e erros e omissões<sup>3</sup>.

As transações correntes do país com o resto do mundo englobam os fluxos reais de bens e serviços bem como os pagamentos correspondentes às receitas e despesas realizadas. Essas transações estão declaradas, dentro do grupo, em quatro contas: balança comercial, serviços, rendas e transferências unilaterais correntes.

A balança comercial registra os fluxos de exportações e importações de mercadorias, no seu conceito FOB (*free on board*), isto é, em que as despesas incluídas no valor da mercadoria são as incorridas até o embarque, livre dos custos de frete e seguro de seu transporte até o destino.

Os principais fatores que determinam o saldo da balança comercial são o nível de renda, da economia nacional e internacional, a taxa de câmbio e os termos de troca. Portanto, tem-se:

- a) quanto maior a renda nacional, maior será a demanda por produtos importados, logo, estar-se-á estimulando uma piora no saldo da balança comercial;
- b) quanto mais desvalorizada a moeda nacional, maior a atratividade dos produtos nacionais no mercado externo, sendo assim, haverá um estímulo às exportações, melhorando o saldo da balança comercial;

---

<sup>1</sup> Para ROSSETI (1989, p. 138), “o conceito de residentes abrange os agentes permanentemente situados no território do país e cuja atividade esteja sujeita à direção e ao controle sistemático das autoridades nacionais. Os não-residentes são os estabelecidos em outro países, os que se encontram em trânsito no exterior e os que, embora sediados no exterior, têm suas ações e atividades inteiramente financiadas pelos seus países de origem.”

<sup>2</sup> Os conceitos das contas do balanço de pagamentos aqui apresentados correspondem aos descritos no Padrão Especial de Disseminação de Dados – PEDD, do Banco Central do Brasil.

<sup>3</sup> A partir de janeiro de 2001, o Banco Central passou a divulgar o balanço de pagamentos de acordo com a metodologia contida na quinta edição do Manual de Balanço de Pagamentos do Fundo Monetário Internacional (BPM5), publicado em 1993. Dentre as principais alterações em relação às edições passadas, introduziu-se a nomenclatura “conta financeira”, em substituição à antiga conta de capitais, para registrar as transações relativas à formação de ativos e passivos externos.

- c) quanto melhor os termos de troca – mais caros os produtos exportados em relação aos produtos importados –, melhor será a repercussão na balança comercial.

Na balança de serviços são contabilizadas as exportações e importações de serviços, como turismo, aluguel de equipamentos, *royalties*, assistência técnica, entre outros. No item serviço financeiro são computados os serviços bancários tais como corretagem, comissões, tarifas por prestação de garantias e fianças e outros encargos acessórios sobre o endividamento externo. Em outros serviços estão consolidadas as informações referentes a serviços de corretagens e comissões mercantis, serviços técnicos profissionais, pessoais, culturais e recreação.

Os registros na balança de serviços representam duas categorias específicas: serviços de fatores e serviços de não fatores. Os serviços de fatores são aqueles resultantes do pagamento ou recebimento oriundo da utilização de fatores de produção, como, por exemplo, os pagamentos de juros e remessa de lucros; os serviços de não fatores representam outros serviços que não estejam relacionados com fatores de produção, como viagens internacionais e fretes.

Na conta renda estão registradas as remunerações do trabalho assalariado (salários e ordenados) e as rendas de investimentos, que correspondem à remuneração das modalidades de aplicação detalhadas na conta financeira. Assim, as rendas de investimento direto abrangem os lucros e dividendos relativos à participações no capital de empresas e os juros correspondentes aos empréstimos intercompanhias nas modalidades de empréstimos diretos e títulos de qualquer prazo. Não incluem os ganhos de capital, classificados como investimento direto na conta financeira.

As rendas de investimento em carteira englobam os lucros, dividendos e bonificações relativos às aplicações em ações e os juros correspondentes às aplicações em títulos de dívida de emissão doméstica (títulos da dívida interna pública, debêntures e outros títulos privados) e no exterior (bônus, *notes* e *commercial papers*) de qualquer prazo. Excetuam-se os juros relativos à colocação de papéis entre empresas ligadas, alocados em rendas de investimento direto. Não incluem os ganhos de capital relativos a investimento em carteira, contabilizados na conta financeira.

As rendas de outros investimentos registram os demais juros de empréstimos, financiamentos, créditos comerciais, depósitos e outros ativos e passivos. Abrangem, portanto, os juros relativos aos financiamentos de exportações e importações, tais como os créditos de compradores e de fornecedores, agências governamentais, organismos internacionais e bancos e, também, os juros de empréstimos diretos, excetuando-se os relativos a empréstimos intercompanhias, alocados em rendas de investimento direto.

As transferências unilaterais correntes correspondem às transferências unilaterais, na forma de bens e moeda, para consumo corrente. Excluem-se as transferências relativas a patrimônio de migrantes internacionais, alocadas na conta capital.

Na conta capital são registradas as transferências de capital relacionadas com patrimônio de migrantes e a aquisição/alienação de bens não financeiros não produzidos, tais como cessão de patentes e marcas.

A conta financeira registra os fluxos decorrentes de transações com ativos e passivos financeiros entre residentes e não-residentes. A conta financeira é dividida em quatro grupos: investimento direto, investimentos em carteira, derivativos e outros investimentos. Cada grupo é desdobrado em ativos e passivos, ou seja, há um item destinado a registrar fluxos envolvendo ativos externos detidos por residentes no Brasil e outro para registrar a emissão de passivos por residentes cujo credor é não-residente.

Por último, há também, em função das imperfeições dos registros das informações, como explica PAULANI e BRAGA (2001, p. 131), um "...lançamento denominado erros e omissões, que é um valor de chegada, ou seja, ele é calculado justamente para tornar nula, no balanço de pagamentos, a somatória de débitos e créditos."

TABELA 1 – ESTRUTURA DO BALANÇO DE PAGAMENTOS BRASILEIRO – 1998-2002  
EM US\$ MILHÕES

DISCRIMINAÇÃO	1998	1999	2000*	2001*	2002*
Balança comercial (FOB)	- 6 575	- 1 199	- 698	2 650	13 143
Exportações	51 140	48 011	55 086	58 223	60 362
Importações	57 714	49 210	55 783	55 572	47 219
Serviços	- 10 111	- 6 977	- 7 162	- 7 759	- 5 038
Receitas	7 897	7 194	9 498	9 322	9 606
Despesas	18 008	14 171	16 660	17 081	14 644
Rendas	- 18 189	- 18 848	- 17 886	- 19 743	- 18 191
Receitas	4 599	3 935	3 621	3 280	3 295
Despesas	22 787	22 783	21 507	23 023	21 486
Transferências unilaterais correntes	1 458	1 689	1 521	1 638	2 390
Receitas	1 815	1 969	1 828	1 934	2 627
Despesas	357	280	307	296	237
Transações correntes	- 33 416	- 25 335	- 24 225	- 23 215	- 7 696
Conta capital e financeira	29 702	17 319	19 326	27 052	8 811
Conta capital <sup>1/</sup>	320	338	273	- 36	433
Conta financeira	<b>29 381</b>	<b>16 981</b>	<b>19 053</b>	<b>27 088</b>	<b>8 378</b>
Investimento direto (líquido)	26 002	26 888	30 498	24 715	14 084
No exterior	- 2 854	- 1 690	- 2 282	2 258	- 2 482
Participação no capital	- 2 854	- 1 110	- 1 755	1 752	- 2 402
Empréstimos intercompanhias	-	- 580	- 527	505	- 81
No país	28 856	28 578	32 779	22 457	16 566
Participação no capital	25 479	29 983	30 016	18 765	17 094
Empréstimos intercompanhias	3 377	- 1 405	2 763	3 692	- 528
Investimentos em carteira	18 125	3 802	6 955	77	- 5 119
Ativos	- 457	259	- 1 696	- 795	- 321
Ações	20	- 864	- 1 953	- 1 121	- 389
Títulos de renda fixa	- 477	1 123	258	326	67
Passivos	18 582	3 542	8 651	872	- 4 797
Ações	995	2 572	3 076	2 481	1 981
Títulos de renda fixa	17 587	971	5 575	- 1 609	- 6 778
Derivativos	- 460	- 88	- 197	- 471	- 356
Ativos	257	642	386	567	933
Passivos	- 717	- 730	- 583	- 1 038	- 1 289
Outros investimentos <sup>2/</sup>	- 14 285	- 13 620	- 18 202	2 767	- 231
Ativos	- 11 392	- 4 397	- 2 989	- 6 586	- 3 211
Passivos	- 2 893	- 9 223	- 15 213	9 353	2 980
Erros e omissões	- 4 256	194	2 637	- 531	- 813
Resultado do balanço	- 7 970	- 7 822	- 2 262	3 307	302

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, v.39, n. 5, maio 2003.

1/ Inclui transferências de patrimônio.

2/ Registra créditos comerciais, empréstimos, moeda e depósitos, outros ativos e passivos e operações de regularização.

\* dados preliminares

A contabilização das transações deve conduzir ao equilíbrio estrutural do sistema, o que repercute, de certa forma, o equilíbrio da própria economia em questão. Assim sendo, para o ajuste do balanço de pagamentos, é necessário que as contas sejam “compensadas” umas pelas outras. Isto é, se o saldo em conta corrente do balanço de pagamentos é negativo, significa que no período, ao longo de suas operações de compra e venda de bens e serviços e pagamento/recebimento de receitas, o país não foi capaz de gerar os recursos necessários para honrar seus compromissos em moeda estrangeira. “Terá, então, de obtê-los de outra forma: vai tomar empréstimos, ou vai atrair investimentos estrangeiros e capitais de curto prazo, ou vai consumir reservas, se as tiver, ou vai pedir socorro ao FMI...” (PAULANI e BRAGA, 2001, p. 131)

Numa posição contrária, com superávit nas transações correntes, tem-se a representação de que, ao longo do período considerado, o país acumulou divisas, ou seja, através de suas operações de compra e venda de mercadorias e serviços e despesas correlacionadas, produziu mais desses recursos do que deles necessitou.

Portanto, para gerar equilíbrio no balanço de pagamentos, incorrendo em déficit ou superávit na balança de transações correntes, o país precisa dispor sua conta financeira, ou, de alguma forma, obter recursos compensatórios.

Pode-se dizer, então, que o balanço de pagamentos funciona como o balizador da economia. Tanto o governo quanto os agentes econômicos interessados utilizam esse instrumento para definirem suas ações. Os agentes privados analisam o balanço para definirem aplicações, empréstimos e/ou investimentos. Já o governo tem no balanço de pagamentos o demonstrativo dos reflexos das políticas econômicas adotadas a base para as políticas futuras.

## 2.2 INSTRUMENTOS DETERMINANTES DO MOVIMENTO DE CAPITAIS

### 2.2.1 Política Cambial

Uma das características mais significativas das relações econômicas internacionais é o envolvimento de diferentes unidades monetárias nas transações realizadas. Quando dois países mantêm relações comerciais entre si, entram necessariamente em jogo duas moedas, exigindo a definição em relação a troca entre ambos, a qual se dá a denominação de taxa de câmbio. Para FORTUNA (1996, p. 177), “a taxa cambial é a relação de valor entre duas moedas, ou seja, corresponde ao preço da moeda de um determinado país em relação a outra de outro país. Assim, a taxa de câmbio reais/dólares indica quantos reais são necessários para comprar um dólar.”

Essa taxa é a taxa nominal do câmbio. Ela pode estar valorizada ou desvalorizada em relação à moeda internacional. “Dizemos que ocorreu uma valorização nominal de câmbio quando a moeda nacional ficou relativamente mais cara que a moeda estrangeira em termos monetários, ou seja, a moeda nacional vale mais moeda estrangeira.” (LOPES e VASCONCELLOS, 1999, p. 185)

Para determinar os fluxos comerciais entre os países, no entanto, a taxa de câmbio relevante é a chamada taxa de câmbio real. Para DORNBUCH e FISCHER (1991, p. 213), “a taxa de câmbio real mede a competitividade de um país no comércio internacional. Ela é dada pela razão dos preços dos bens estrangeiros, medidos em dólares, em relação aos preços dos bens domésticos”, medidos em moeda nacional.

A taxa real de câmbio pode ser obtida pela seguinte expressão:

$$E = e \cdot \frac{P^*}{P}$$

Onde:

E = taxa de câmbio real;

e = taxa de câmbio nominal;

$P^*$  = nível de preços estrangeiros e;

$P$  = nível de preços domésticos.

O entendimento de taxa real de câmbio se torna fundamental para embasar a análise dos ajustes cambiais. LOPES e VASCONCELLOS (1999, p. 185), explicam: “(...), quando a taxa de câmbio real passou de 0,8 para 1,0, dizemos que houve uma desvalorização real da moeda brasileira. (...). Uma desvalorização da taxa de câmbio real significa que o produto nacional ficou relativamente mais barato que o estrangeiro, estimulando a demanda por estes produtos, tanto pelas exportações quanto pela diminuição das importações.” Assim, a taxa real do câmbio conduz a política e os regimes cambiais à procura pela regularização da economia.

A taxa de câmbio é uma medida extremamente importante para a política macroeconômica pois influencia, além do nível de produção, a própria taxa de juros, o comércio externo e os movimentos de capitais, bem como todos os aspectos correlacionados a essas variáveis.

Desse modo, o governo tem a disposição diferentes tipos de regimes cambiais. “Entende-se por regime ou sistema cambial o conjunto de regras, acordos e instituições por meio dos quais são feitos os pagamentos internacionais e, portanto, pelos quais se regula e acaba funcionando o mercado cambial” (GREMAUD, VASCONCELLOS e TONETO JÚNIOR, 2002, p. 279).

Num regime de câmbio fixo, o Banco Central intervém, comprando ou vendendo moeda estrangeira no mercado, por um valor fixo. Para isso, é impreterível que o governo disponha de um nível suficiente de reservas para garantir a paridade estabelecida. “Assim que o banco central tem a reserva necessária, ele pode continuar a intervir nos mercados cambiais estrangeiros como forma de manter a taxa de câmbio constante. Entretanto, se um país persistentemente apresentar déficits no balanço de pagamentos, o banco central eventualmente poderá ter suas reservas de moedas estrangeiras esgotadas e se tornar incapaz de continuar sua intervenção.” (DORNBUSCH e FISCHER, 1991, p. 208)

Sob o regime de câmbio flexível ou flutuante, a taxa de câmbio oscila livremente, de acordo com a oferta e demanda de divisas. Em uma situação de excesso de demanda por moeda estrangeira, esta terá seu preço elevado. Neste caso, a moeda nacional se desvalorizará. Quando houver um excesso de oferta de moeda estrangeira, seu preço cairá, isto é, a moeda nacional se valorizará. Este regime, ainda, pode ser caracterizado de duas maneiras: regime de flutuação limpa e regime de flutuação suja (*dirty floating*).

Em um sistema de flutuação limpa, o Banco Central assume uma postura passiva e permite que as taxas de câmbio sejam totalmente determinadas nos mercados de câmbio estrangeiros. Neste caso, qualquer desequilíbrio do balanço de pagamentos é eliminado pelos mecanismos de preço (alteração da taxa de câmbio). “Com isso, o balanço de pagamentos estará sempre em equilíbrio, pois os déficits (excesso de demanda por divisa) tendem a desaparecer com a desvalorização cambial, e eventuais superávits (excesso de oferta) são afastados com a valorização da moeda.” (LOPES e VASCONCELLOS, 1999, p. 186)

No regime de flutuação suja (*dirty floating*), existe a presença do Banco Central como balizador dos movimentos indesejados da taxa de câmbio. Nota-se que, se o mercado estiver estável, o sistema de câmbio funciona como flutuação limpa. No entanto, se estiver muito oscilante e comprometendo o desempenho econômico, o Banco Central intervém, direcionando a taxa para o patamar desejado. Um ponto importante a ser considerado é que essa intervenção pode ser problemática se as autoridades não conseguirem distinguir se a taxa de câmbio está se movendo por conta dos fundamentos do mercado ou puramente por motivos especulativos.

Num regime de bandas cambiais, é fixada uma taxa de câmbio central, e um intervalo de tolerância para cima e para baixo. Enquanto a taxa de câmbio estiver dentro do intervalo estipulado, sua determinação segue o sistema flutuante; atingindo os limites, o Banco Central intervém, agindo como se fosse um sistema de câmbio fixo. Ao atingir o limite máximo de desvalorização aceito, o Banco Central entra no mercado vendendo moeda estrangeira, e ao atingir o limite de valorização, o Banco Central atua comprando moeda estrangeira.

Muitos países, ainda, atrelam suas moedas à variação da moeda estrangeira através de uma âncora cambial. “A âncora cambial envolve a determinação e a manutenção de um certo patamar para a taxa nominal de câmbio ou de sua evolução ao longo do tempo ou, ainda, faixas de variação (bandas cambiais) para aquela taxa.” (CANUTO, 1999, p. 8)

A utilização deste instrumento, com políticas fiscais e monetárias inconsistentes com a ancoragem, pode resultar em grave crise do balanço de pagamentos ou financeiras, ampliando-se a vulnerabilidade do país à ataques especulativos.

### 2.2.2 Taxa de Juros

Junto com a taxa de câmbio, a política monetária atua como determinante do movimento de capitais, através da gestão da taxa de juros. O investidor, ao analisar onde aplicará o capital, pondera através do binômio risco-retorno. Assim, considera como destino mais vantajoso aquele país que apresentar maior taxa de retorno às suas aplicações sem grandes riscos aparentes. Na posição inversa, tem-se o país receptor, que vê na possibilidade a abertura para o ajuste do balanço de pagamentos que se fizer necessária.

Assim, o movimento de capitais flui às economias que oferecem maiores taxas de juros, visto que estas apresentam as maiores possibilidades de obtenção de lucros pelas considerações dos investidores, em relação às taxas de juros de seus ou de outros países.

Para o país receptor, no entanto, a elevação da taxa de juros interna traz conseqüências socialmente indesejáveis na medida que tende a desestimular os investimentos produtivos e diminuir o consumo, visto que torna muito mais cara as compras a crédito, o que propicia o desaquecimento da economia.

Além disso, o aumento da taxa de juros, enquanto expediente de ajuste do balanço de pagamentos, implica o grave inconveniente de deixar o país vulnerável aos movimentos especulativos do capital internacional pois aumenta a dependência do país

com relação aos capitais de curto prazo e acelera as expectativas em relação às diretrizes da economia.

“Numa situação de expectativas favoráveis, a entrada líquida de capital favorece a formação de reservas cambiais que realimenta positivamente as expectativas. Numa situação desfavorável, ocorre a saída líquida de capital, o que leva à perda de reservas e realimenta negativamente as expectativas, podendo gerar um ataque especulativo e uma perda abrupta do valor da moeda nacional.” (ROCHA e MOREIRA, 1998, p. 1).

A gestão da política cambial e monetária, através da utilização das altas taxas de juros internas, alteram o sentimento dos investidores em relação ao nosso país influenciando diretamente os fluxos de capitais. “Qualquer aumento no diferencial de juros além daquele justificado pela paridade de juros, tudo o mais constante, provoca mudanças expressivas nos fluxos de capitais, magnificando a volatilidade da taxa cambial.” (CONJUNTURA ECONÔMICA, 2003, p. 10)

### 2.3 DEFINIÇÃO DO PASSIVO EXTERNO LÍQUIDO BRASILEIRO

Segundo BARROS e BARBOSA (2002b, p. 562 ), o passivo externo de uma economia expressa os compromissos totais que um país tem com o resto do mundo.

Según su definición común, el pasivo externo de un país debe reflejar, como su propio nombre sugiere, el endeudamiento total del país en cuestión con los acreedores externos (deuda externa) más la totalidad de activos extranjeros invertidos en el país (*exposure*). Así, este concepto refleja por un lado el grado de relación y compromiso del país con el resto del mundo y, por otro, el grado de internacionalización de esa economía.

Assim, o passivo externo de uma economia é representado pelo endividamento total com os credores externos mais os estoques de ativos estrangeiros investidos no país. Esses dois componentes do passivo externo geram um conjunto de obrigações de remessas ao exterior, com juros e amortizações decorrentes da dívida externa e lucros e dividendos fluídos dos ativos estrangeiros investidos no país (BARROS e BARBOSA, 2002b, p. 562).

A dívida externa total engloba todos os débitos do país, resultantes de empréstimos e financiamentos contraídos no exterior pelo próprio governo, por empresas estatais ou privadas. Esses recursos podem ser provenientes de governos, entidades financeiras internacionais, bancos ou empresas privadas.

As dívidas externas da União de médio e longo prazos podem ser classificadas em dívida mobiliária e dívida contratual. A primeira abrange os subgrupos dívidas reestruturadas e novas captações soberanas, destacando-se pelo seu montante superior ao da segunda. O subgrupo captações soberanas refere-se às emissões primárias da União, após a conclusão do acordo de reestruturação da dívida externa, a partir de 1995.

A dívida mobiliária externa é composta pelos bônus oriundos de renegociações com os credores privados, entre eles o BIB (*Brazil Investment Band*), emitidos em 1988 em favor dos investidores que desejavam abandonar o “Risco Brasil”, no âmbito do Plano Brasileiro de Financiamento de 1988, e pelo IDU (*Interest Due and Unpaid*), referente aos juros devidos e não pagos nos anos de 1989/90. A maior parte, no entanto, é composta dos seis títulos resultantes do Plano Brasileiro de Financiamento de 1992 ou Plano Brady, concluído em 1994, e que reestruturou as dívidas de médio e longo prazos do setor público brasileiro.

A dívida contratual externa abrange os empréstimos junto a organismos multilaterais, como BIRD e BID, bancos privados e agências governamentais. A maior parcela da dívida é composta pelos contratos renegociados com os governos estrangeiros que fazem parte do Clube de Paris e com suas agências oficiais de crédito.

O estoque de investimentos estrangeiros no país é composto pelos investimentos diretos e investimentos em carteira de ativos.

Os investimentos diretos subsidiam participação no capital, compreendendo os ingressos de recursos em mercadorias, moeda, lucros reinvestidos e conversões de obrigações externas em investimentos estrangeiros diretos, incluindo os valores destinados ao programa de privatizações, relacionados com a aquisição/subscrição/aumento total ou parcial do capital social das empresas residentes. Os ingressos a título de empréstimos intercompanhias também comõem o

estoque de investimentos diretos. Os empréstimos intercompanhias compreendem os créditos concedidos pelas matrizes, sediadas no exterior, e suas subsidiárias ou filiais, estabelecidas no país.

Os passivos de investimentos em carteira são formados pelas aquisições por não-residentes de títulos de renda variável (ações) e de renda fixa (títulos da dívida) de emissão brasileira. Os investimentos em ações relacionam as operações diretas em bolsas de valores brasileiras (negociadas no país), incluindo os ganhos de capital. As ações negociadas no exterior estão representadas pelos DRs (*Depositary Receipts*), que são os recibos de ações de companhias brasileiras negociadas em bolsas estrangeiras. Os investimentos estrangeiros relacionados com títulos da dívida são representados por títulos negociados no país, referentes às aplicações de dívida de curto, médio e longo prazos em circulação no mercado doméstico emitidos pelo Banco Central e pelo Tesouro Nacional e também de emissão privada, e títulos negociados no exterior, representados por captações brasileiras nas modalidades de Bônus, *Notes* e *Commercial Papers* lançados em mercados de capitais fora do país.

No entanto, esse conjunto de débitos não consegue demonstrar a real condição das contas externas, a disponibilidade de recursos para o financiamento dos déficits e as limitações dos indicadores de desempenho da política de comércio exterior. Para uma análise mais detalhada, faz-se necessário deduzir do total de passivos externos, chamados de passivos externos brutos, aquela parcela que representa os recursos disponíveis para o encadeamento de ações preventivas e corretivas da política econômica, isto é, os ativos brasileiros devidamente registrados no exterior.

Segundo BATISTA JÚNIOR (2000, p. 347), “os ativos externos são compostos pelas reservas internacionais depositadas no Banco Central, haveres externos dos bancos comerciais, investimentos no exterior e créditos contra outros países.”

As reservas internacionais depositadas no Banco Central compreendem ativos externos prontamente disponíveis, cuja principal função é o financiamento de desequilíbrios no balanço de pagamentos ou a regulação da magnitude desses desequilíbrios. nelo ajuste do nível da taxa de câmbio mediante intervenção no

mercado de câmbio. As reservas são constituídas por ouro monetário, DES e ativos em moeda estrangeira, representados por depósitos (*overnight*, acordo de recompra no FED, prazo fixo), títulos, títulos de exportação (até outubro de 2000), créditos cedidos a outros países (até fevereiro de 2001) e créditos cursados em acordos de convênio. A posição de reserva no FMI também é computada nas reservas no Banco Central.

Os investimentos no exterior são compostos por investimentos diretos e investimentos em carteira.

Os investimentos diretos no exterior registram os ativos externos por residentes no Brasil sob a forma de investimentos diretos. Está dividido em duas modalidades: i) Participação no capital, considerando as saídas de recursos em moeda ou bens relativos à aquisição/subscrição/aumento total ou parcial do capital social de empresas não-residentes. Dentro desta conta, os ingressos referem-se ao retorno derivados da alienação total ou parcial do capital social de empresas não-residentes e dos ganhos de capital relativos a essa alienação; e ii) Empréstimos intercompanhias, compreendendo os empréstimos concedidos pelas matrizes, sediadas no país, a suas subsidiárias ou filiais estabelecidas no exterior. Registra, também, a concessão de créditos pelas subsidiárias ou filiais no exterior a suas matrizes no Brasil (investimento cruzado).

Os ativos de investimentos em carteira referem-se às aplicações brasileiras em títulos estrangeiros, negociadas no país ou no exterior. Compõem esses ativos: i) Títulos de renda variável negociados no exterior: ações de companhias não-residentes adquiridas em bolsas de valores no exterior por residentes no país, não classificados como investimento direto; ii) Títulos de renda variável negociados no país: títulos do programa de BDRs (*Brazilian Depositary Receipts*), que são recibos representativos de ações de companhias não-residentes negociados em bolsas de valores brasileiras; e iii) Títulos de renda fixa: bônus e *notes* negociados no exterior emitidos por não-residentes. Estão incluídas as movimentações de compra e venda de títulos que se constituíram em garantias colaterais no âmbito do acordo de renegociação da dívida externa (Plano *Brady*).

BARROS e BARBOSA (2002b, p. 563)<sup>4</sup>, definem o passivo externo como:

$$PE = DE + EK$$

Onde:

PE = Passivo Externo Bruto

DE = Dívida Externa Total

EK = Estoque de Investimentos Diretos + Estoque de Investimentos em Carteira

O Passivo Externo Líquido pode ser assim representado<sup>5</sup>:

$$PEL = PE - AE$$

PEL = Passivo Externo Líquido

AE = Ativo Externo [Reservas Internacionais + Haveres no Exterior (créditos contra outros países + haveres dos bancos comerciais) + Investimentos no exterior]

Assim, através dos principais conceitos que englobam a definição do passivo externo brasileiro – tanto dos agentes determinantes quanto sua própria composição – pode-se assimilar como a política econômica age para formar o cenário de um país aberto ao comércio internacional. A questão central, sobretudo, é entender se o acúmulo de passivos com o exterior é a tradução de um conjunto de políticas adequadas – representando a atratividade do país no mercado financeiro – ou se, numa

---

<sup>4</sup> BARROS e BARBOSA (2002b, p. 564) trabalham apenas com o conceito de Passivo Externo Bruto, excluindo-se o conceito de Passivo Externo Líquido, porque consideram que “...un análisis del pasivo externo al que se le hayan descontado las reservas puede enmascarar la carga futura en concepto de remesas de beneficios y dividendos. El uso de las reservas internacionales de un país emergente en el mercado de capitales y el retorno de las inversiones directas realizadas en el exterior representan modestos ingresos de recursos externos.”

<sup>5</sup> Para a composição do Passivo Externo Líquido considera-se o conceito de Passivo Externo Bruto de BARROS E BARBOSA (2002b) e o conceito de Ativos Externos de BATISTA JÚNIOR (2000).

direção oposta, representa uma restrição, fonte e consequência de uma infortuna opção econômica. Tem-se, então, no caso do Plano Real, o cenário propício para essa análise. Foi um Plano configurado para acabar com a inflação – principal fonte de corrosão do país durante muitos anos – mas que, muitas vezes, pela própria necessidade imposta da estabilização, teve que sacrificar alguns importantes preceitos econômicos. O que, portanto, significa para essa economia, constrangida pelas metas, a experiência de ter um dos maiores passivos externos do mundo? É isso que os próximos capítulos abordarão. A evidência empírica responderá essa questão.

### 3 O PLANO REAL

A política do “Real forte” e a referente queda na taxa de inflação foram firmadas sobre os pilares de um plano eficientemente estruturado que tinha como prenúncio manter a estabilidade da moeda e assentar as bases para o crescimento econômico. Com vista à consecução dos objetivos estabelecidos, firmaram-se práticas que consolidaram as diretrizes pré-definidas – alcançada pela substancial manutenção de baixas taxas inflacionárias – mas que tiveram como contrapartida o agravamento de desequilíbrios em diversas estruturas anteriormente fundamentadas.

Um dos grandes desajustes intertemporais estabeleceu-se nas contas externas brasileiras sob a forma de um avançado passivo externo.

Portanto, antecedendo à análise do inexorável acúmulo de passivos externos pelo Brasil durante o Plano Real, este capítulo exporá o arcabouço macroeconômico em que esses passivos se acumularam, fluindo da concepção do Plano aos resultados que procederam às medidas econômicas adotadas.

#### 3.1 PRIMEIRA FASE DO PLANO REAL: 1994-1998

Este período foi o necessário para o governo colocar à prova a eficiência dos instrumentos utilizados pela política econômica para poder viabilizar o escopo do Plano Real – a estabilização da moeda. A seguir serão demonstradas quais as políticas que foram adotadas à guisa deste objetivo, bem como a repercussão que tiveram em todo o quadro econômico nacional.

##### 3.1.1 A Implantação do Plano Real

Quando Fernando Henrique Cardoso assumiu o Ministério da Fazenda, em maio de 1993, começou a trabalhar no desenho do programa que viria a ser o instrumento de estabilização dos preços, num cenário inflacionário que existia até então. O programa que fora lançado em julho de 1994, no então governo Itamar

Franco, representou uma ruptura com relação às experiências anteriores. O histórico inflacionário brasileiro fez com que a concepção do Plano Real se estabelecesse numa implantação gradual, sem choques, sem congelamentos, numa substituição natural da moeda.

Três fases se fizeram necessárias para consolidar o objetivo:

- a) ajuste fiscal;
- b) criação de um padrão estável de valor;
- c) emissão desse padrão de valor como uma nova moeda nacional de poder aquisitivo estável – o Real.

#### 3.1.1.1 O ajuste fiscal

O equilíbrio das contas públicas não podia ser visto apenas como uma questão de ajuste de caixa, mas numa completa reorganização do setor público e na reversão de problemas distributivos, pois a disputa que ocorria no interior do Estado pelo orçamento cada vez maior a cada esfera ultrapassava a soma total dos recursos que eram disponíveis à distribuição. Além disso, a inflação que era prevista na Lei Orçamentária era evidentemente menor do que a que se apresentava. Essa inflação corroía as despesas, tanto quanto maior fosse a demora do Tesouro em efetuar os desembolsos.

O diagnóstico convergia às seguintes necessidades:

- a) redução e maior eficiência dos gastos da União;
- b) recuperação da receita tributária;
- c) equacionamento das dívidas dos estados e municípios com a União;
- d) saneamento dos bancos federais e controle mais rígido dos bancos estaduais;
- e) aprimoramento no programa de privatização, diminuindo a participação do governo na economia.

A medida inicial do ajuste fiscal foi a implantação do Programa de Ação Imediata (PAI), em 14 de junho de 1993. O Programa determinava um corte de gastos da ordem de US\$ 7 bilhões concentrado nas despesas de investimento e pessoal. Além disso, foi criado também o Fundo Social de Emergência (FSE), com o objetivo de financiar os principais programas sociais, que resultava na aplicação de um percentual de 15% sobre a arrecadação de todos os impostos e contribuições federais; e o Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira (IPMF), aplicado sobre as movimentações financeiras, com uma alíquota de 0,25% sobre o valor de toda a operação.

Como observado na CONJUNTURA ECONÔMICA (1994, p. 3), “...reconheceu-se a necessidade de um ajuste fiscal prévio, sem o que não é possível a estabilidade de preços a médio e longo prazos. A criação do Fundo Social de Emergência (FSE), embora não configure ainda um equilíbrio fiscal duradouro, é um passo importante nessa direção.”

Assim, as medidas do ajuste fiscal visavam preparar o cenário para a implantação da segunda fase do Plano: a introdução de um índice monetário, ou unidade de conta, a Unidade Real de Valor – URV.

### 3.1.1.2 O padrão de valor monetário: a Unidade Real de Valor

Em fevereiro de 1994, através do Medida Provisória n. 434, o governo instituiu a Unidade Real de Valor – URV. “A URV foi utilizada para restaurar a função de unidade de conta da moeda, que havia sido destruída pela inflação, bem como para referenciar preços e salários. Assim, a URV serviu para o comércio determinar seus preços, efetuar contratos e determinar salários, sem uma preocupação com as desvalorizações provocadas pela inflação.” (KON, 1999, p. 203).

Vários preços e rendimentos foram convertidos instantaneamente em URV – preços oficiais, contratos, salários, impostos, etc. –, e os demais foram sendo convertidos paulatinamente pelos agentes. “Assim, instituiu-se um sistema bimonetário em que a URV funcionava como unidade de conta, expressando o preço das mercadorias. mas as transações eram liquidadas em cruzeiro real. que mantinha a

função de meio de troca. Ou seja, no momento da transação convertia-se o preço da mercadoria expresso em URV em CR\$ pela cotação do dia da URV”. (GREMAUD, VASCONCELLOS e TONETO JÚNIOR, 2002, p. 470).

Como exposto em OLIVEIRA (1996, p. 44-45), a utilização da URV foi importante pelos seguintes motivos:

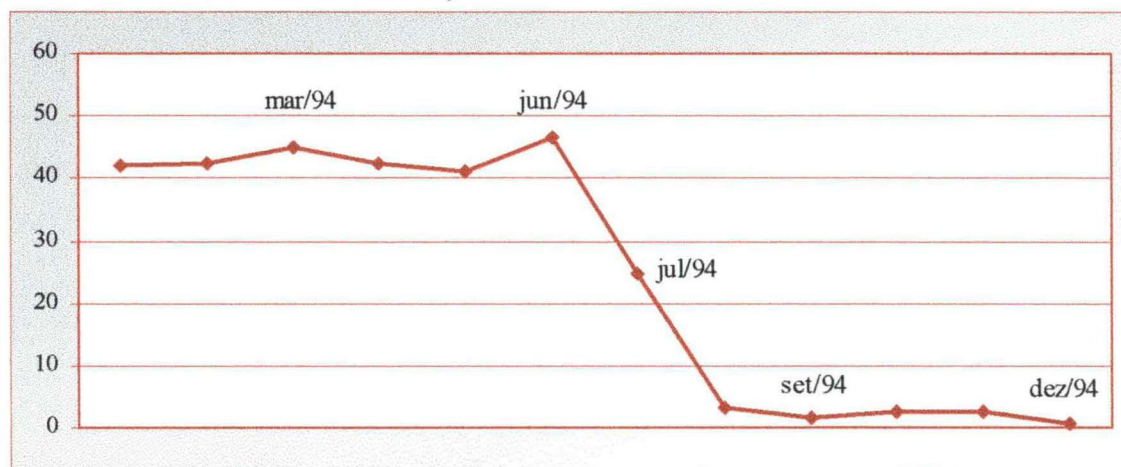
- a) propiciou um período útil para a adaptação dos contratos. Sem isso, seria necessário aplicar um congelamento e uma tablita, que resultariam em forte intervenção nos contratos e no mercado de bens e serviços;
- b) ofereceu uma referência estável de valor, resgatando a noção de preço relativo numa economia em que o dólar não havia penetrado de forma abrangente;
- c) diminuiu a assincronia dos contratos e reduziu a memória inflacionária do sistema, aumentando, dessa forma, a eficiência da política antiinflacionária;
- d) concedeu um intervalo de tempo útil para certos pagamentos, como de supermercados e do setor petroquímico, para renegociar margens operacionais e financeiras;
- e) concedeu um espaço de tempo necessário para a conversão dos preços públicos. A transformação em URV foi acompanhada de negociação com setores fundamentais, como concessionárias de energia elétrica e telecomunicações;
- f) ao converter os salários pela média, atenuou o custo social da transição, assegurando ao trabalho a média de rendimentos como mínimos; as diferentes categorias puderam obter concessões adicionais por meio da livre negociação.

Quando quase todos os preços estavam expressos em URV, o governo, através da Medida Provisória n. 542, de 30 de junho de 1994, introduziu a terceira etapa prevista do Plano Real: a nova moeda.

### 3.1.1.3 A nova moeda

O valor de conversão do Cruzeiro Real para o Real foi estabelecido com base na mesma paridade fixada entre a URV e o Cruzeiro Real: Cr\$ 2.750,00 para R\$ 1,00. Observou-se, nesse momento, a tentativa de alguns agentes a elevar seus preços, para tirar vantagem naquele momento ou, simplesmente, por temerem um congelamento<sup>1</sup>. Isso repercutiu em uma aceleração inflacionária que logo refluíu, devido a impossibilidade da manutenção de preços elevados. O índice medido no mês de julho não refletia exatamente o resultado esperado, sendo que registrava a elevação dos preços decorrentes dos resíduos inflacionários, praticados por esses empresários, no momento da conversão da URV para o Real.

GRÁFICO 1 – TAXAS DE INFLAÇÃO DO IGP – 1994 – EM %



FONTE: CONJUNTURA ECONÔMICA. Rio de Janeiro: FVG, v. 50, n. 12, dez. 1996.  
Encarte estatístico.

<sup>1</sup> O temor não era infundado. O congelamento de preços era uma medida que vinha se firmando nos últimos programas de estabilização: desde 1986, com o Plano Cruzado, passou pelos Planos Bresser (1987); Verão (1989), Collor I (1990) e Collor II (1991).

O governo anunciou, junto com o Plano, metas de expansão monetária bastante restritivas, desestimulando operações de crédito e impondo depósito compulsório de 100% sobre as captações adicionais do sistema financeiro. Essas medidas visavam impossibilitar os agentes de repassarem choques de custos para preços.

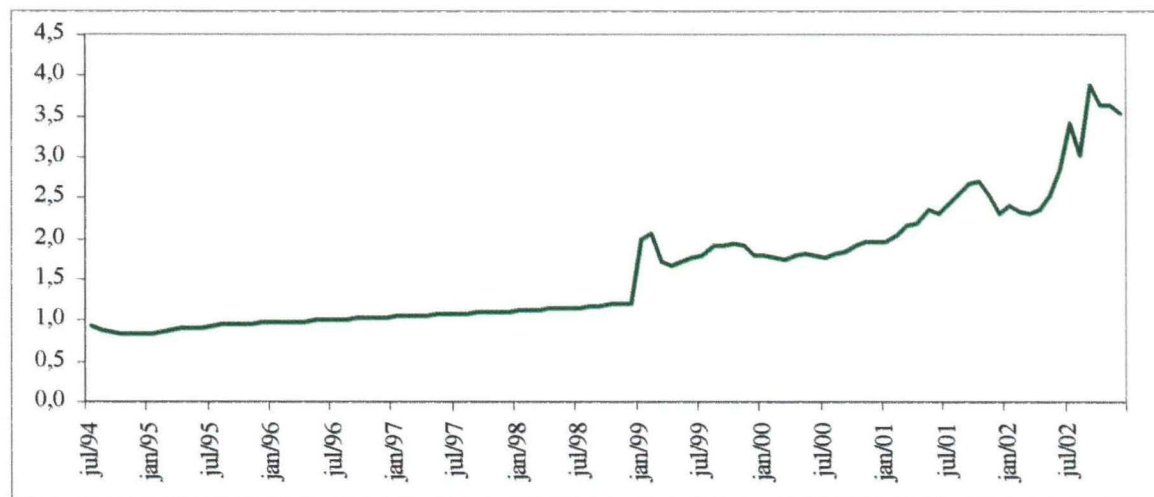
Como confirmado por GREMAUD, VASCONCELLOS e TONETO JÚNIOR (2002, p. 471), “... sinalizava-se que a política econômica pós-plano tentaria controlar a demanda e desestimular processos especulativos, mantendo as taxas de juros elevadas. Com o controle da demanda e da expansão monetária, limitar-se-ia a capacidade dos agentes de repassar custos de preços. Esse controle ficou conhecido como a ‘âncora monetária’ do Plano Real nessa fase.”

A âncora monetária pôde demonstrar aos agentes que a política econômica exigia austeridade na administração da oferta de moeda, ainda que se fossem necessários ajustes marginais em circunstâncias de mudança do regime monetário ou e consequência da instabilidade dos parâmetros da demanda de moeda.

Adicionalmente, foi instituído um teto máximo na taxa de câmbio: R\$ 1,00 = US\$ 1,00. Num contexto no qual o grau de abertura ao exterior tinha aumentado significativamente e o país possuía um volume de reservas significativo – na ordem de US\$ 40 bilhões – o Banco Central permitiu que a taxa de câmbio flutuasse, provocando uma profunda valorização da moeda. “A taxa cambial também permaneceu sobrevalorizada em consequência das elevadas taxas de juros praticadas nos momentos iniciais do Plano, taxas que chegariam a 8% ao mês. (...). O ingresso de capital foi muito alto, o custo para os cofres públicos elevadíssimos e a lucratividade do setor financeiro ainda maior.” (SAYAD, 1998, p. 81)

Conforme OLIVEIRA (1996, p. 58), “a âncora cambial assegurou a paridade do Real com o dólar. A flutuação da taxa de compra de acordo com a tendência do mercado contribuiu para conter a inflação dos preços influenciáveis pelo câmbio, bem como refreou a monetização ao impedir que os dólares ofertados pressionassem a base monetária...”

GRÁFICO 2 – TAXA DE CÂMBIO NOMINAL BRASILEIRA – JUL 1994- DEZ 2002 – EM % AO MÊS



FONTE: Banco Central do Brasil

Além dessas medidas, pôde-se também perceber uma política de rendas que constituiu um elemento importante no Plano à medida que não incluiu congelamentos de preços, com preponderância dos mecanismos de mercado. Era fundamental observar que qualquer menção à política de preços gerava apreensão no setor privado, acarretando reajustes preventivos, o que geraria maior inflação.

Para finalizar, esse conjunto de medidas foi reforçada por reformas estruturais na economia, tão fundamentais quanto as estratégias anteriormente adotadas. Nesse sentido, cita-se a abertura externa, o programa de privatizações, a revisão constitucional e desregulamentação da economia.

A liberação do comércio exterior foi uma das medidas mais dinâmicas adotadas pelo governo brasileiro na década de 90, que buscou diminuir os entraves burocráticos e controlar as importações. A abertura avançou sensivelmente entre os anos de 1990 e 1994, e foi crucial para o sucesso da estabilização iniciado com o Real.

As privatizações também constituíram um elemento fundamental na nova configuração econômica iniciada nos anos 90. Sua eficiência esteve associada à redução do estoque da dívida e, conseqüentemente, ao alívio nas despesas de juros; à retomada do investimento em setores de infra-estrutura (transporte, comunicação e energia); e à atração de capitais externos de prazo mais longo, objetivando elevar o investimento produtivo.

A desregulamentação da economia serviria de alívio à burocratização excessiva que impunha uma série de obstáculos de toda ordem e natureza aos agentes. Ao contrário do processo de abertura comercial e do programa de privatização, a desregulamentação avançou menos. Não havia cronogramas preestabelecidos nem um arcabouço institucional consolidado. Continuou, portanto, a necessidade de uma desregulamentação eficiente, para reduzir custos, deslocar a fronteira de possibilidade de produção e incrementar a competitividade do país.

As reformas constitucionais foram importantes à medida que as reformas estruturais têm um limite imposto pela legalidade representada, acima de tudo, pela Carta Magna. Em seu conjunto, as reformas estruturais têm importância porque celebram o aumento da taxa de investimento, o ajuste fiscal e a competitividade da economia. Em relação à taxa de investimento, as reformas são importantes pois permitem que o setor privado participe do esforço de inversões em áreas como energia e comunicações. No ajuste fiscal, a reforma ajuda na racionalização dos recursos pelo Estado, direcionando-as à setores prioritários como saúde e educação. No que tange à competitividade, todos os resultados para a desoneração da carga tributária e maior eficiência do papel do Estado convergem à melhoria de setores que são cruciais à economia.

### 3.1.2 A Condução da Política Econômica: da Implantação do Plano à Mudança Cambial em 1999

O combate à inflação, nos primeiros momentos da implantação do Plano Real, denotava a possibilidade de uma combinação eficiente entre as diversas medidas

adotadas. Nota-se que a inflação não caiu imediatamente para zero e nem houve deflação, em virtude do não uso do congelamento, mas, já em agosto, situou-se em um patamar em torno de 3%, com tendência à queda.

Outra consequência imediata foi o grande crescimento da demanda e da atividade econômica. O aumento da demanda ocorreu em virtude do aumento do poder aquisitivo das camadas sociais mais baixas que deixaram de pagar o chamado “imposto inflacionário”, pois mesmo com a indexação à URV, os salários eram corrigidos até o momento do recebimento, e ao longo do período de gasto, a população com renda mais baixa, que tinha menos acesso às aplicações financeiras, traduzia esse ganho de renda real em pressão sobre a demanda.

A estabilidade e a queda na inflação também permitiram recompor os mecanismos de crédito. Diminuindo as incertezas quanto à inflação futura, os concedentes podiam oferecer recursos com uma taxa nominal de juros fixa. Os consumidores e as empresas sentiam-se atraídos para tomar empréstimos – mesmo com a taxa de juros elevada – pela previsibilidade quanto à renda futura; pela demanda reprimida nos anos anteriores; e pelo crescimento das operações de crédito, pelo sistema financeiro, em virtude da busca deste de outras receitas compensatórias às perdas da receita inflacionária.

A atividade econômica, conseqüentemente, expandiu-se em virtude do aumento da demanda. Isso pode ser vislumbrado pelo crescimento da produção industrial nos meses posteriores ao início do Plano, com destaque à produção de bens de consumo duráveis e de capitais.

Como expresso em BELLUZO (1999, p. 88), pode-se resumir as seguintes razões para o crescimento observado nos primeiros meses do Plano Real:

- a) o fim do “imposto inflacionário” que incidia sobre a massa de salários e demais rendimentos imperfeitamente indexados, particularmente dos estratos sociais de renda baixa, que não dispunham de acesso aos mecanismos de proteção contra a inflação elevada;

- b) a queda nominal da taxa de juros sobre as aplicações financeiras – até então destinadas a proteger os saldos líquidos contra a corrosão inflacionária e;
- c) a recuperação do crédito de curto prazo para a produção corrente e para o consumo.

A valorização cambial também foi outro elemento de destaque no início do Plano Real. Nesse caso, firma-se a possibilidade da abertura às importações. Com a concorrência dos bens importados, os preços nacionais são forçados a acomodarem-se aos preços internacionais. No entanto, essa estratégia é eficiente para os bens *tradeables* (exportáveis e importáveis), e não para os que não se pode importar, os chamados *non-tradeables* (representado, principalmente, pelo setor de serviços – como alugueis, mensalidades escolares, médicos, etc.). Para estes bens o preço tende a continuar subindo porque, sem a concorrência internacional, estes setores podem repassar o aumento de custos para os preços, enquanto tem-se a demanda aquecida.

QUADRO 1 – VARIAÇÃO DE PREÇOS ACUMULADA – AGO 1994-JAN 1997 – ITENS SELECIONADOS

Item	%
Equipamentos Eletrônicos	11,25
Peças e Acessórios p/ Veículos	14,01
Roupas de Cama, Mesa e Banho	18,12
Gêneros Alimentícios	20,93
<b>Índice de Preços por Atacado – OG</b>	<b>22,88</b>
Material Escolar	36,41
Medicamentos	39,36
<b>Índice de Preços ao Consumidor – Brasil</b>	<b>55,04</b>
Serviços de Residência	66,58
Médico, Dentista e Outros	92,46
Serviços de Vestuário	92,94
Educação – Cursos Formais	132,13
Aluguel	198,12

FONTE: GREMAUD, A. P.; VASCONCELLOS, M. A. S. de; TONETO JUNIOR, R. Economia brasileira contemporânea, 4 ed. São Paulo: Editora Atlas, 2002. p. 475.

O aumento da demanda e a valorização cambial produziram grandes desequilíbrios na balança comercial e no balanço de pagamentos em conta corrente. Isso se deu pelo aumento das importações bem como pelo irrisório desempenho das

exportações. Uma questão importante a ser observada é a pauta de importações. “Apesar de todos os componentes terem crescido em 1994 e 1995, os dois maiores aumentos foram: automóveis (208%) e bens de consumo (185%). Isso significa que uma parcela relevante da entrada de recursos direcionou-se para o financiamento do consumo, ou seja, para itens que não ampliaram a capacidade futura de pagamento do país.” (GREMAUD, VASCONCELLOS e TONETO JÚNIOR, 2002, p. 478)

Já no início de 1995 era clara a situação desfavorável das contas externas. A política econômica não poderia deixar renascer a inflação mas também teria que contornar os percalços nessa situação, evitando uma temida crise cambial. A possibilidade de uma correção na taxa de câmbio, apesar dos benefícios que traria às contas externas, poderia causar a volta da inflação, uma vez que a economia estava aquecida e a memória inflacionária ainda não era ausente.

Esses temores foram fortificados com a crise mexicana que eclodiu no final de 1994. Nesse momento, todos os preceitos teóricos do Real seriam colocados à prova. Primeiramente, dever-se-ia ajustar de forma combinada as políticas monetária e cambial para não trazer ao Brasil uma derrocada no sistema financeiro nacional e depois, aplicar-se-iam novos ajustes para contornar os desequilíbrios que, por infortúnio, insistiam em se consolidar.

Em 06.03.95, através do Comunicado n. 4.479, o Banco Central mexeu na política cambial fazendo com que o câmbio passasse a trabalhar dentro do regime de bandas. Com esta medida o governo objetivava mostrar ao mercado que o Brasil não estava amarrado pela âncora cambial e que a correção ia ser feita sem sustos. Apesar da iniciativa, os efeitos imediatos da mudança de política foram desastrosos. O mercado interpretou a mudança como uma sinalização de enfraquecimento das eficácia das políticas adotadas, o que resultou em movimentos especulativos contra a moeda.

Com o objetivo de conter a demanda e impedir que os déficits comerciais se tornassem muito elevados, o instrumento usado pelo governo foi a política monetária. Nesse caso, foram impostas novas medidas de controle ao crédito, com elevação da taxa de juros, que serviria também para atrair capital externo; e promoveu-se, também, alguns medidas de incentivos às exnortações. nincipalmente com o Adiantamento dos

Contratos de Câmbio (ACC), que possibilitaria aos exportadores se beneficiarem das elevadas taxas de juros internas.

Os efeitos não tardaram a aparecer. Já no segundo semestre de 1995, houve uma grande retração da atividade econômica. Como grande parte da expansão da economia tinha como base a expansão do crédito, verificou-se um grande aumento na inadimplência tanto de pessoa física quanto jurídica o que, de alguma maneira, quase levou à crise financeira do sistema. Nesse sentido, o Banco Central atuou como prestador de última instância, através de programas como o PROER (Programa de Estímulo à Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional), com fusões, transferências, aquisições e entrada de bancos estrangeiros; e o PROES (Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária), que eram empréstimos da União aos bancos estaduais com o comprometimento dos estados em privatizá-los ou transformá-los em agências de desenvolvimento.

A partir da instituição do sistema de bandas cambiais, o Banco Central atuou no mercado de forma a permitir gradual desvalorização do real em relação ao dólar, sem que houvesse, entretanto, sinalização quanto a tempestividade e a intensidade dessa desvalorização, para evitar que servissem de parâmetros para nova indexação dos preços.

No início do Plano Real, com o câmbio flutuante, a entrada de recursos externos conduziu à apreciação cambial. Com a banda, para impedir nova apreciação, os novos recursos foram convertidos em reservas. Para evitar um impacto monetário expansionista, promoveu-se a esterilização com o conseqüente aumento da dívida pública.

Assim sendo, via-se a deterioração do lado fiscal da economia devido a diferença entre a taxa de remuneração das reservas e a taxa de juros que era paga nos títulos públicos. Quando observado, a partir de 1995, e até 1997, o resultado primário do setor público consolidado situou-se num patamar próximo a zero, enquanto que, no início da década de 90, havia se mantido em torno de 2%. Destaca-se, também, que a piora do resultado primário não se verificou só na esfera federal, mas nas outras duas esferas – a estadual e a municipal.

A piora dos indicadores fiscais observados a partir de 1995 esteve diretamente associada à necessidade de manutenção de taxas de juros elevadas. O ajuste nas taxas de juros, utilizado como principal instrumento pelo governo, combinado à alta dívida pública e aos pacotes fiscais não cumpridos, impôs dúvidas quanto a capacidade de pagamento do governo, o que gerariam novos riscos ao país.

Essa necessidade de altos juros foi, em parte, função da “...impossibilidade de ser mais eficaz no corte de despesas públicas, tendo-se, em consequência, que recorrer com maior intensidade ao encarecimento do crédito como forma de conter a expansão da demanda. Mas os próprios juros altos terminam se tornando fator de deterioração da situação fiscal, pois obrigam o governo a arcar com os pagamentos crescentes de juros sobre suas dívidas de curto prazo.” (OLIVEIRA, 1996, p. 41)

O resultado público operacional, que inclui o pagamento de juros reais sobre as dívidas, passou de um superávit, em 1994, para um déficit em torno de 7% do PIB em 1998. O superávit primário, que exclui o pagamento de juros, se transformou em déficit a partir de 1996. Esse desequilíbrio primário aconteceu, dentre outros fatores, em virtude do aumento de 43% nas aposentadorias resultante do aumento do salário mínimo em maio de 1995 (o aumento de 43% em termos nominais aconteceu num mesmo ano na qual a inflação, medida pelo IGP, foi de 15%), bem como o crescimento da conta OCC, “outras despesas de custeio e capital”<sup>2</sup>, principalmente nas vésperas das eleições em 1998 e; obviamente, a piora da situação fiscal dos estados.

Essa fragilidade conduziu a um forte crescimento da dívida líquida do setor público. A Dívida Líquida do Setor Público Consolidado (DLSP) saiu de 30,5% do PIB em 1995 para 42,6% em 1998.

---

<sup>2</sup> A rubrica “outras despesas de custeio e capital” representa os gastos da União excluindo-se os itens de pagamento com: i) pessoal; ii) benefícios previdenciários; iii) vinculações legais; iv) juros da dívida pública. A OCC representa, portanto, aqueles gastos que não apresentam um grau de rigidez e controle, como os outros, pois provém de orçamentos anteriores já aprovados.

QUADRO 2 – DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO – 1994-1998 – EM % DO PIB

Anos	Governo Central	Estados e Municípios	Empresas Estatais	Total	Interna	Externa
1994	12,5	9,7	6,9	29,2	20,7	8,4
1995	13,2	10,6	6,7	30,5	24,9	5,6
1996	15,9	11,5	5,9	33,3	29,4	3,9
1997	18,8	13,0	2,8	34,5	30,2	4,3
1998	25,3	14,3	2,9	42,6	36,0	6,6

FONTE: Banco Central do Brasil. Dívida líquida e necessidade de financiamento do setor público. Brasília, ago. 1999. p. 13.

Outro problema refere-se aos bancos estaduais. Visando estabilizar os bancos debilitados, em virtude dos empréstimos que foram concedidos aos governos estaduais e que estavam deteriorando as contas públicas desses estados, o governo federal optou por trocar suas próprias obrigações pelas do estado. Embora isso não tenha acarretado em um aumento da dívida líquida federal, pois as obrigações federais eram compensadas pelas estaduais, essa decisão acarretou no aumento da vulnerabilidade do governo federal a choques de capital.

De outro lado, observou-se um processo que trouxe benefícios às contas públicas: o da privatização das estatais. Essas vendas acarretaram nas seguintes consequências: i) desaparecimento nas estatísticas do governo de empresas deficitárias e ii) melhoria na gestão empresarial das empresas remanescentes, onde práticas eficientes passaram a ser vistas como condição de análise de desempenho para avaliação da permanência das autoridades encarregadas pela condução da empresa.

A crise da Ásia (1997) levou à desvalorizações cambiais em vários parceiros comerciais do Brasil e à deterioração dos nossos termos de troca com a forte retração dos fluxos aos países emergentes.

A atuação do Banco Central no mercado de câmbio e a utilização de outros instrumentos de política para fazer frente aos reflexos da crise asiática, visando à estabilidade dos fluxos de recursos externos, possibilitaram manter a variação cambial dentro da tendência desejada. As medidas adotadas naquele instante foram preponderantes na reversão das expectativas quanto às mudanças na política cambial. A alta das taxas de juros elevaram o custo de oportunidade das posições em moeda

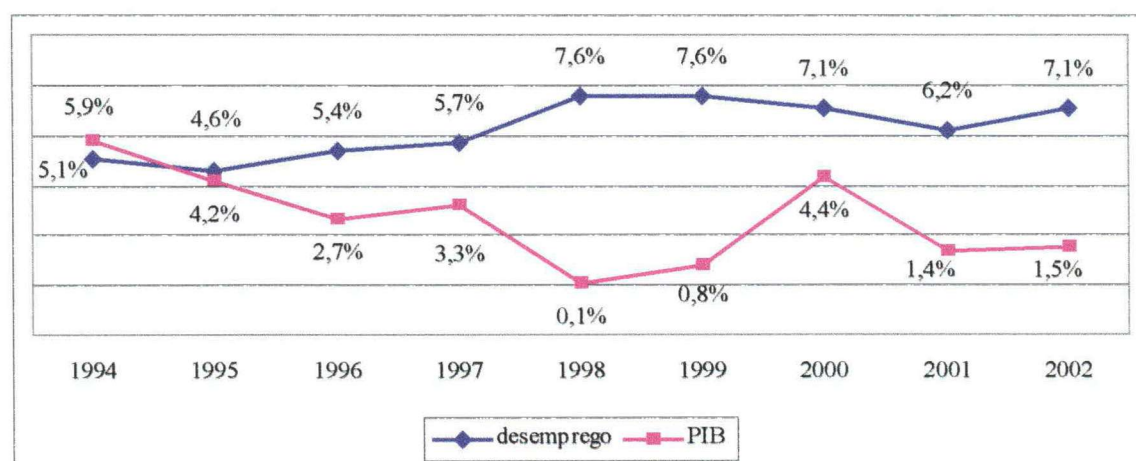
comprados para vendidos, com impacto positivo sobre as reservas internacionais. A interrupção da queda das reservas, ainda em um patamar bastante elevado, e o quadro saudável do sistema financeiro nacional contribuíram também para a recuperação da captação líquida de recursos externos já em dezembro de 1997.

A crise Russa (1998) veio sobrepor-se à crise asiática, com forte retração da liquidez internacional. Diante disso, observou-se uma taxa de juros que chegaria em outubro de 1998 a 40%.

A combinação entre altas taxas de juros e câmbio valorizado causou uma ruptura na cadeia produtiva em vários setores industriais. Além da desastrosa apresentação das contas públicas, as conseqüências foram vistas na diminuição de pontos de geração de renda e no emprego, além da retração dos investimentos. Essa combinação negativa também teve reflexo no setor exportador, na medida que inibiu qualquer programa voltado a esse fim.

Com tudo isso, o período de 1994 a 1998 apresentou uma taxa média de crescimento do PIB em torno de 3,1%, saindo de 5,9% em 1994 até atingir o patamar de 0,12% em 1998. Essa taxa ficou muito próxima, portanto, da taxa média de 2,9% dos anos 80, a chamada “década perdida”.

GRÁFICO 3 – TAXA DE VARIAÇÃO DO PIB REAL E DESEMPREGO ABERTO BRASIL – 1994-2002 – EM %



FONTE: CONJUNTURA ECONÔMICA. Rio de Janeiro: FVG, v. 57, n. 5, maio 2003.

Encarte estatístico.

NOTA: Taxa de desemprego aberto medida pelo IBGE.

Frente às crises, o governo, num primeiro momento, promoveu um forte ajuste fiscal, através do Plano de Estabilização Fiscal (PEF), que serviu de base para o acordo com o FMI. O acordo permitiu uma ajuda financeira de US\$ 41 bilhões ao país. O programa do FMI deu ao setor financeiro nacional a possibilidade de reduzir sua exposição externa. “Todavia, essa situação foi logo ultrapassada pelos acontecimentos, com o fracasso da política monetária em evitar a queda do câmbio. Saídas de capital, falta de evolução fiscal, forte resistência da comunidade empresarial brasileiras às taxas de juros recordes, aliadas à crescente demanda para corrigir o câmbio supervalorizado, forçaram o governo a adotar o novo regime cambial.” (CARDOSO, 2001, p. 161)

Assim, num segundo momento, abandonou-se o regime de bandas cambiais e adotou-se o regime de câmbio flutuante.

### 3.2 SEGUNDA FASE DO PLANO REAL: 1999-2002

Com a experiência da sobrevalorização, a desvalorização cambial, em janeiro de 1999, trouxe ao cenário econômico a possibilidade da adoção de um conjunto de políticas mais equilibradas, com a necessidade de uma nova estrutura monetária e de uma nova âncora nominal. A dificuldade concernia em adotar novas políticas num momento onde as expectativas dos agentes quando às diretrizes da economia ainda eram muito elevadas.

O objetivo era corrigir dois grandes problemas que se acumularam nos anos anteriores: o crescente déficit em conta corrente do balanço de pagamentos e o desequilíbrio das finanças públicas. Além de ter deixado o câmbio flutuar, em janeiro de 1999, o governo adotou metas ambiciosas para as contas públicas. No acordo negociado no final de 1998, antes da desvalorização, a meta era atingir um superávit primário consolidado de 2,6%; 2,8% e 3,0% do PIB, para os anos de 1999, 2000 e 2001, respectivamente, sendo que, na esfera do Governo Central (Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central), a meta era de superávits primários equivalentes a

1,8% do PIB em 1999, 2,0% em 2000 e 2,3% em 2001, isto é, o governo estava se comprometendo em executar um esforço fiscal extremamente rígido.

A principal preocupação do governo residia no fato de evitar que o principal objetivo do Plano – a estabilização – não fosse atingido. O momento histórico em que ocorreu a desvalorização foi fundamental para que o governo assegurasse a manutenção da taxa inflacionária.

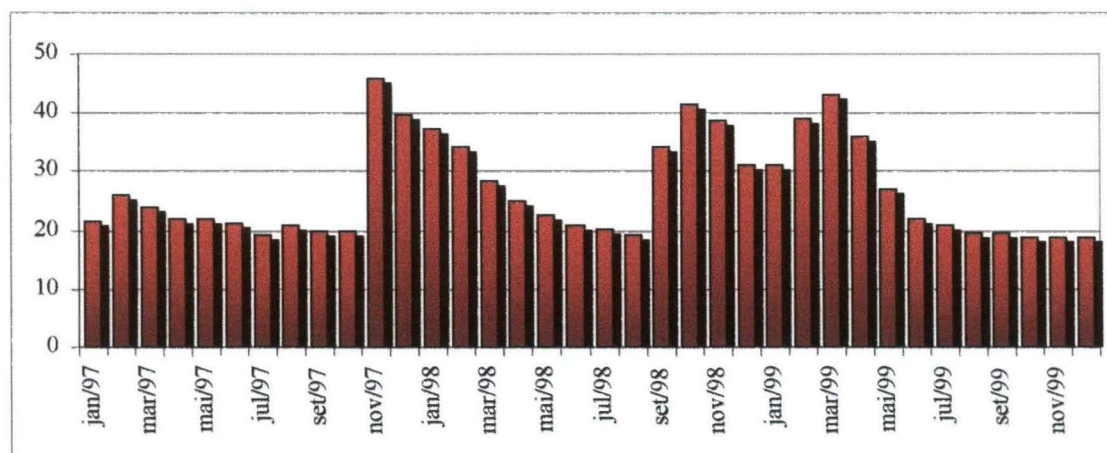
O compromisso de controlar a inflação através de uma política monetária contracionista tem como efeito a queda do PIB e o aumento do desemprego. Ao contrário do que tinha acontecido no início do Plano Real, quando a âncora cambial provocou uma queda abrupta na inflação dos bens transacionáveis, e o aumento da demanda fez com que os preços dos bens não transacionáveis continuassem subindo, tinha-se, agora, uma situação inversa: a demanda desaquecida controlaria os preços dos bens não transacionáveis, que segurariam a taxa de inflação, em oposição aos bens transacionáveis, que teriam aumento de preços.

A inflação tende a sofrer alta após ataques especulativos à moeda, pois a desvalorização causa ajustes em todos os preços da economia. A alta transitória da inflação faz com que se reduza a taxa de juros real sobre as dívidas em moeda nacional. Isso surte em fuga de capitais do país. Para minimizar esses efeitos, é adequado que o governo aumente as taxas de juros nominais para evitar maiores desvalorizações. Além do mais, é preciso prestar atenção quanto à dívida expressa em moeda estrangeira, pois quanto maior, maior será o impacto de uma desvalorização.

Foi isso que o Brasil fez em março de 1999, na revisão do acordo com o FMI. Limitou os impactos inflacionários da desvalorização com o aumento da taxa de juros e preveniu que o índice da dívida pudesse gerar superávits primários consideráveis nas contas fiscais.

O aumento dos juros tem dois efeitos: de um lado, atuam para controlar a inflação; de outro, esses mesmos juros altos podem agravar a situação do déficit fiscal pois aumentam a carga da dívida e reduzem a receita tributária. Além disso, como já mencionado, maiores taxas de juros reais levam aos investidores desconfiar da capacidade do governo em pagar o serviço da dívida e da fragilidade dessa economia.

GRÁFICO 4 – TAXAS DE JUROS OVERNIGHT (SELIC) – JAN 1997-DEZ 1999  
EM % AO ANO



FONTE: CONJUNTURA ECONÔMICA. Rio de Janeiro: FVG, v. 54, n. 6, jun. 2000.  
Encarte estatístico.

No momento do acordo, sabendo dos perigos que o país incorria, o governo conseguiu que fossem modificados alguns parâmetros importantes da área fiscal. O primeiro deles foi a troca da Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) pelo superávit primário, como critério de desempenho para avaliação do acordo. A NFSP é caracterizada por contemplar todo o tipo de gasto: consumo, investimento e a rolagem da dívida pública. As cláusulas de correção monetária e cambial sobre os títulos públicos fazem com que os aumentos na taxa de inflação elevem a NFSP uma vez que a dívida pública é, em geral, indexada. E depois, o próprio aumento do requisito de esforço primário, para 3,10%; 3,25% e 3,35% do PIB, para os anos de 1999, 2000 e 2001, respectivamente, dando um pouco mais de conforto se comparado aos índices anteriormente estabelecidos.

Na verdade, o que se observava era a transferência dos desequilíbrios do setor externo às finanças públicas. A expansão da dívida pública interna decorreu tanto da política de altas taxas de juros, em consequência da estratégia de atração de capitais, como da atitude das autoridades monetárias em esterilizar a contrapartida em reais dos dólares injetados pelos empréstimos e investimentos externos realizados.

A política de juros, condicionada à política externa, pode ser explicada pelos seguintes motivos:

- a) o longo período de valorização cambial que reprimiu os setores exportadores e os que concorreram com as importações no mercado interno. O efeito de uma desvalorização leva tempo para repercutir positivamente e trazer confiança a esses setores para que invistam em novos projetos de crescimento;
- b) déficit no balanço de pagamentos em conta corrente, sobrecarregado pelas remessas de juros, lucros e dividendos, em virtude do acelerado aumento do passivo externo acumulado desde 1995;
- c) vulnerabilidade na conta financeira, repercutindo a ineficiência da administração do endividamento externo, carregado por uma carga pesada de amortização. Não se pode esquecer que, nesse caso, qualquer renegociação dessa dívida é sempre onerosa. Além disso, há ausência de perspectiva clara quanto à capacidade de superação, em caráter duradouro, dos riscos de saídas repentinas de capitais, inclusive de residentes, em momentos de fragilidade interna ou externa.

O regime de política econômica adotada a partir de 1999 assentou-se sobre os seguintes pilares: a) livre-flutuação cambial; b) condução precavida da política monetária, que permitiu a administração da taxa de juros no período; c) renegociação do acordo com o FMI, demonstrando uma certa credibilidade ao mercado financeiro; d) austeridade fiscal, reconhecendo-se a necessidade de ajustes nas contas do governo e; e) decisão em adotar o regime de metas de inflação (*inflation target*), que funcionaria como um guia para a condução da política monetária.

No regime de câmbio flutuante, o preço do câmbio e o nível geral de preços da economia se tornam indeterminados se não forem estabelecidas metas de inflação ou metas monetárias.

Metas determinadas pela política econômica são necessárias porque “se os agentes econômicos não tiverem do governo indicação seguras das taxas de emissão monetária ou de inflação que ele próprio considera desejáveis ou se desconfiarem que

o alcance de tais taxas não é factível, eles tenderão a depreciar continuamente a moeda nacional.” (CONJUNTURA ECONÔMICA, 1999, p. 3)

Assim, através do Decreto n. 3.088, de 21.06.1999, o regime de metas de inflação foi adotado oficialmente no Brasil e tornou-se o elemento central no novo arranjo da política econômica.

As vantagens na adoção desse tipo de sistema podem ser, dentre outras, as apontadas abaixo:

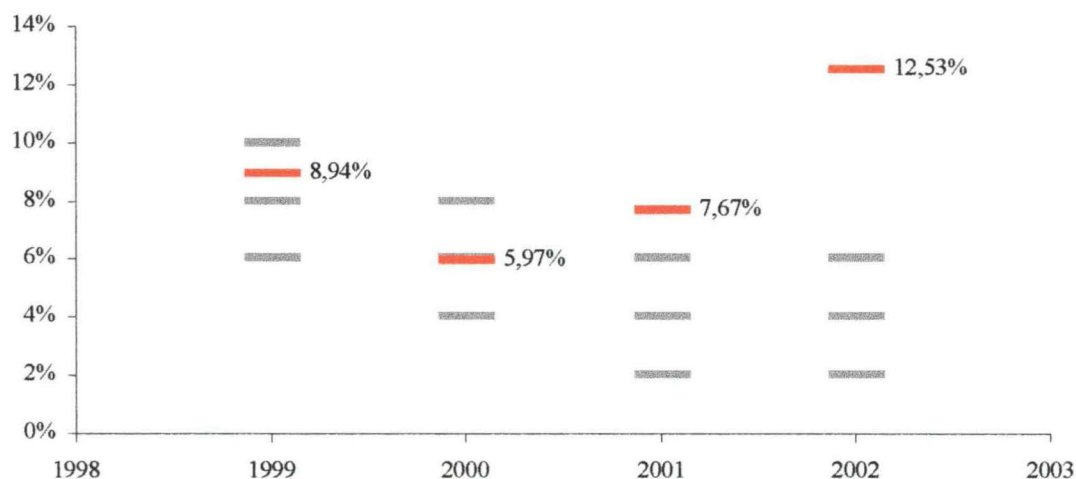
- a) permite que a política monetária se concentre na busca de um certo nível de inflação;
- b) possibilita uma avaliação do desempenho da política através da comparação entre a meta e a inflação observada;
- c) passa a servir como elemento de coordenação das expectativas para os agentes econômicos em geral e, em particular, para o mercado financeiro.

A opção do governo foi trabalhar com a “inflação cheia”, sem qualquer tipo de expurgo, que neste caso se definiria por um índice “núcleo” (*core inflation*); foi estipulado um determinado ponto como meta e admitido um intervalo na qual essa inflação poderia variar: 2 p.p. para cima e para baixo. Escolheu-se o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)<sup>3</sup>, do IBGE, como referência para o regime, devido a sua abrangência nacional e por contemplar uma ampla faixa de consumo.

---

<sup>3</sup> O IPCA é calculado a partir de uma cesta de itens representativos do consumo de famílias com renda entre 1 e 40 salários mínimos, sem distinção quanto à fonte de renda. Contempla, além do Distrito Federal, 10 regiões metropolitanas: São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Porto Alegre, Recife, Belém, Fortaleza, Salvador, Curitiba e Goiânia.

GRÁFICO 5 – METAS DE INFLAÇÃO, INTERVALO DE TOLERÂNCIA E INFLAÇÃO OBSERVADA – 1999-2002 – EM % AO ANO



FONTE: MINELLA, P. S. de F. et al. Inflation target in Brazil: constructing credibility under exchange rate volatility. Banco Central do Brasil, working paper series n. 77, Brasília, jul. 2003. p. 6

Como se observa, nos dois primeiros anos, a taxa anual de inflação ficou dentro do limite estabelecido, tendo absorvido os impactos iniciais da depreciação de 1999. Porém, em 2001 e 2002, houve vários choques externos e domésticos que tiveram impactos significantes no patamar inflacionário. A taxa de inflação alcançou 7,7% em 2001, 1,7 p.p. acima do intervalo de tolerância, e 12,5% em 2002, mais de 5 p.p. acima do limite superior.

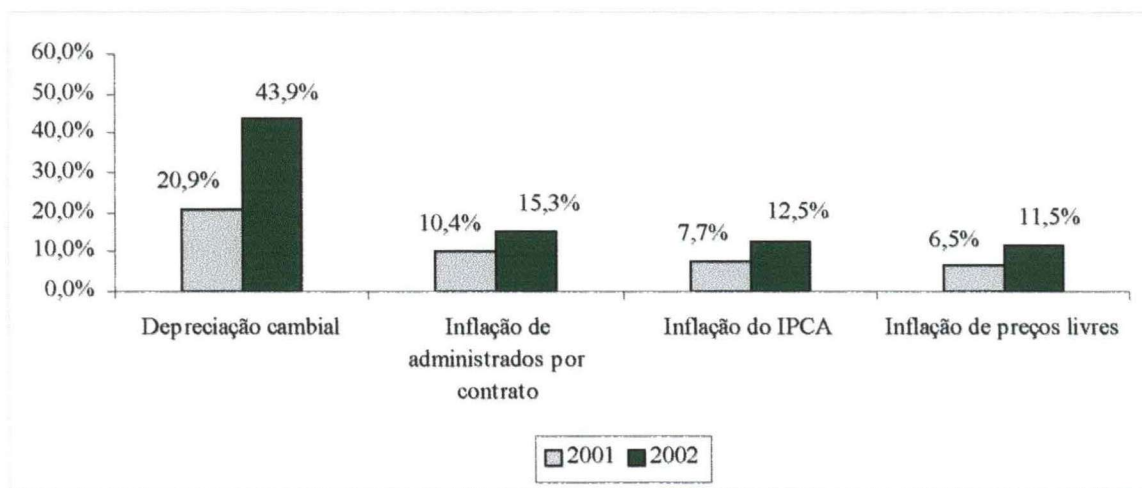
O ano de 2001 foi marcado por importantes acontecimentos na economia mundial: crise energética brasileira, que impôs restrições no consumo principalmente daqueles bens intensivos no uso de energia elétrica; queda da bolsa norte-americana, conseqüência da superprodução no setor de eletro-eletrônicos e bens de informática; problemas econômicos na Argentina, que influenciaram no comportamento dos agentes financeiros quanto às expectativas sobre a manutenção da política econômica brasileira e; os atentados terroristas nos EUA, que tiveram repercussões econômicas em todo o mundo decorrentes das incertezas quanto aos próximos acontecimentos.

Em 2002 houve uma significativa depreciação da moeda por aversão ao risco aumentada por crises internacionais em mercados importantes e, principalmente,

internamente, por uma crise de confiança relacionada às incertezas, em ano eleitoral, quanto à condução da política macroeconômica futura de um governo novo.

No regime de metas de inflação “cheia” são trabalhados com preços livres e preços administrados. No caso brasileiro, foram estes que apresentaram maior crescimento e que contribuíram para elevar o nível de inflação. Os preços administrados são definidos por aqueles que são relativamente insensíveis à demanda doméstica e que, de alguma forma, são regulados por agências públicas. Incluem-se neste grupo, entre outros, os derivados de petróleo, transporte público, tarifas de telefonia fixa e energia elétrica.

GRÁFICO 6 – DEPRECIACÃO CAMBIAL E INFLAÇÃO – 2001-2002  
EM % AO ANO



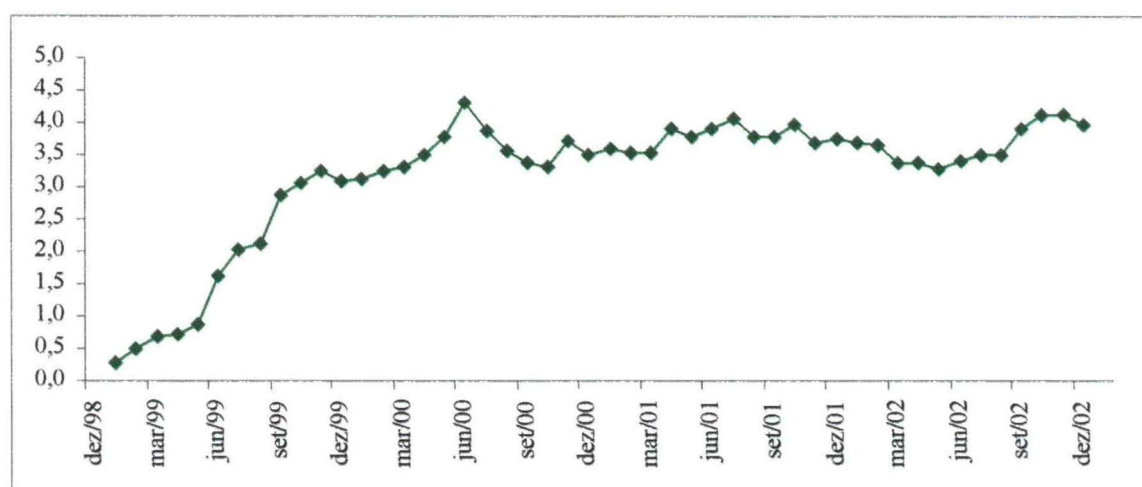
FONTE: Carta aberta ao Ministro de Estado da Fazenda. Banco Central do Brasil.

Mais uma vez, para minimizar os efeitos dos choques externos e do aumento dos preços administrados, o governo utilizou-se da elevação da taxa de juros. A meta principal da política monetária era limitar a propagação dos choques para outros preços da economia. É necessário tornar evidente que o não cumprimento da meta de inflação não significa que o governo não está comprometido em cumpri-la. O que se verificou foi a influência de fatores que excediam o controle do governo mas que, pela manifestação deste em minimizar esses efeitos, tornariam a política econômica

brasileira muito mais transparente, o que seria fundamental quanto à credibilidade no mercado internacional.

O sucesso no alcance desses objetivos foi apoiado por uma melhoria na área fiscal, com os resultados do setor público consolidado que passaram de zero, em 1998, para um superávit de 3,23% do PIB em 1999, 3,51% em 2000, 3,68% em 2001 e 3,9% em 2002.

GRÁFICO 7 – SUPERÁVIT PRIMÁRIO CONSOLIDADO – 1999-2002 – EM % DO PIB



FONTE: CONJUNTURA ECONÔMICA. Rio de Janeiro: FVG. Encarte estatístico. Vários números.

Uma série de medidas foi tomada para que o governo atingisse as metas de superávit primário. Além dos impostos temporários e da venda de empresas estatais, outros fatores contribuíram para que o setor público alcançasse seu objetivo:

- a) estabelecimento de restrições sobre as aposentadorias;
- b) aprovação de um novo método de cálculo para pagamento dos benefícios aos pensionistas;
- c) renegociação da dívida dos estados, sendo garantida pela associação à transferência dos fundos federais aos estados;
- d) aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal, em 2000, que definiu princípios básicos de responsabilidade, partindo da noção de prudência na gestão de recursos públicos, bem como estabeleceu limites ao nível de

- endividamento das várias instâncias do governo e a controle dos gastos com pessoal na proporção das receitas anuais;
- e) privatização de diversos bancos estaduais, que eram usados como fonte de financiamento do Tesouro das diversas localidades;
  - f) privatização de outras companhias de propriedade dos governos estaduais, que muitas vezes eram fontes de prejuízo ao estado.

O regime cambial adotado tem impacto direto no endividamento do governo na medida que parcela expressiva do serviço da dívida está atrelada à variação do câmbio. Portanto, essa é a variável mais importante para a estabilidade e a manutenção de adequados saldos primários no setor público consolidado. Isso se verificou, a partir de 1999, porque, com a depreciação, diminuiu a necessidade de taxas de juros elevadas para manter a regra cambial. Com a queda na taxa de juros nominais e reais, há um impacto favorável nas contas públicas. A recuperação do nível de atividade que decorre de uma política monetária menos restritiva faz com que aumente a arrecadação tributária gerando, num segundo impulso, nova melhoria ao setor fiscal.

Em resumo, após 1999, observou-se uma tríplice mudança na condução da política econômica brasileira. Em primeiro lugar, com a adoção do regime de câmbio flutuante, abriu-se uma margem de manobra para as autoridades reagirem diante de situações de crise externa.

Em segundo lugar, o Brasil passou a fazer parte de um grupo de aproximadamente 10 países<sup>4</sup> que adotaram o regime de metas de inflação formais (*inflation target*), o que funciona como um escopo de médio prazo para a política monetária.

O sucesso do regime de metas de inflação depende de como o Banco Central agirá para ganhar credibilidade nas suas deliberações. Ganhar credibilidade, porém, leva tempo. Num contexto de grandes choques, internos e externos, até mesmo com uma reação pontual da autoridade monetária, poder-se-á vislumbrar certas expectativas

---

<sup>4</sup> O primeiro país a adotar o regime de metas de inflação foi a Nova Zelândia, em 1990. Incluem-se, ainda, neste grupo: Chile (1991), Canadá (1991), Inglaterra (1992), Suécia (1993), Austrália (1993), Peru (1994), Colômbia (1999), México (1999), Suíça (2000), entre outros.

que tendem a influenciar o desvio da faixa de tolerância definida. Neste caso, a comunicação com o público e a transparência nas ações se tornam cruciais para garantir os compromissos assumidos com a continuidade da estabilidade.

Finalmente, mudou-se o regime fiscal. Depois da mudança no regime cambial e da adoção das metas de inflação como metas monetárias, ficava a dúvida quanto a condução da política fiscal frente à total deterioração das contas públicas. Como exposto por MISHKIN (2000, p. 9), “Despite the initial success of Brazilian inflation targeting which has kept inflation below 10% despite a substantial exchange-rate depreciation, there are still serious doubts about whether it will be ultimately successful because it is by no means clear whether Brazil can solve its deep-rooted fiscal problems.”

Assim, o ajuste fiscal era condição necessária para demonstrar aos agentes econômicos que o governo estava interessado em consolidar os objetivos que tinha estabelecido.

O Brasil teve uma restrição orçamentária efetiva, no contexto do acordo com o FMI. “Ainda que persistam dúvidas acerca do que acontecerá com o grau de austeridade fiscal após a conclusão do acordo, a realização de algumas reformas institucionais importantes – como a mudança na legislação previdenciária ou a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal (...) – autoriza a supor que dificilmente o país retornará ao padrão de desordem fiscal que tradicionalmente caracterizara as suas finanças públicas.” GIAMBIAGI (2002, p. 12)

Assim, se consolidaram certas práticas – controle fiscal e procura de uma baixa taxa de variação de preços – como metas que deviam ser buscadas representando objetivos duradouros de política econômica. Para qualquer que seja a combinação – política fiscal, monetária, cambial ou de rendas – os objetivos passaram a ser vistos a longo prazo, não só como meta de governo, mas objetivos que devem ser buscados indiferentemente de quem estiver no poder.

#### 4 ANÁLISE DA EVOLUÇÃO DO PASSIVO EXTERNO LÍQUIDO BRASILEIRO DURANTE O PLANO REAL

Numa análise factual e cronológica, vislumbrou-se a existência do foco de desequilíbrio das contas externas originado, já no início da década de 90, pela abrupta abertura da conta financeira e da conta comercial do balanço de pagamentos. As políticas de abertura comercial e financeira agravaram a dependência da economia brasileira ao capital estrangeiro. Nesse período, o Brasil experimentou um forte fluxo de entrada de capitais, o que era, todavia, elemento fundamental para o firmamento das premissas do Plano Real.

Logo após a implantação do Plano, em julho de 1994, observou-se uma forte valorização da moeda nacional, o que, mantendo as facilidades para que os agentes internos promovessem importações e tornando as exportações menos significativas, não tardaria para que se revertissem os resultados do balanço de pagamentos. Assim, a balança comercial, que apresentava superávits até 1994, foi influenciada pelo novo paradigma da nova moeda e passou a apresentar déficits que foram se intensificando durante os anos.

QUADRO 1 – BALANÇO DE PAGAMENTOS DO BRASIL – 1992-2002 – EM US\$ MILHÕES

Ano	Balança Comercial (FOB)	Serviços (líquidos)	Transf. Unilaterias	Transações Correntes	Conta de Capital e Financeira	Erros e Omissões	Superávit ou Déficit (-)
1992	15.239	-3.184	2.206	6.109	4.764	-1.386	30.028
1993	12.299	-5.246	1.602	-676	12.524	-1.111	8.404
1994	10.466	-5.657	2.414	-1.811	14.294	334	12.939
1995	-3.466	-7.483	3.622	-18.384	29.359	2.207	13.480
1996	-5.599	-8.681	2.446	-23.502	33.968	-1.800	8.774
1997	-6.753	-10.646	1.823	-30.452	25.795	-3.255	-7.865
1998	-6.575	-10.111	1.458	-33.416	29.702	-4.256	-7.970
1999	-1.199	-6.977	1.689	-25.335	17.319	194	-7.822
2000	-698	-7.162	1.521	-24.225	19.326	2.637	-2.262
2001	2.650	-7.759	1.638	-23.215	27.052	-531	3.307
2002	13.143	-5.038	2.390	-7.696	8.811	-813	302

FONTE: Banco Central do Brasil

A balança de serviços também mostrou-se deficitária ao longo de todo o período. Os motivos desses déficits recorrentes podem ser encontrados, dentre outros fatores, na remessa de lucros e dividendos ao exterior por parte das empresas estrangeiras e no pagamento de juros incidentes sobre a dívida externa, que é o estoque de débitos que o país tem em relação aos credores externos, o qual decorre, por sua vez, dos empréstimos e financiamentos anteriormente obtidos e ainda não liquidados. Tal comportamento da balança de serviços acabou por levar o país a apresentar sucessivos déficits no balanço de pagamentos em transação corrente, que foram financiados com a entrada de capitais.

Em 1994, o déficit em conta corrente representava apenas 0,3% do PIB. Nos anos seguintes, porém, esse déficit deu saltos sucessivos, até alcançar 4,5% do PIB em 1998, processo esse que só foi estancado com a desvalorização do início de 1999.

Assim, apresenta-se a fonte de desequilíbrio das contas externas. Com os déficits em conta corrente em rápido crescimento, o país foi levado a mesma crescente dependência do sistema financeiro internacional, dada a necessidade da obtenção de superávits na conta de capital e financeira.

Havia, portanto, nessa conjuntura, um misto de oportunidade e ameaça. Oportunidade porque, com a abertura financeira, abria-se a possibilidade de absorção de poupança externa, essencial para a financiamento dos investimentos e modernização do país. A ameaça era que, se esse financiamento não fosse embasado em recursos adequados e sustentado por ajustes econômicos prudentes, poder-se-ia precipitar uma crise grave do sistema financeiro e a insustentabilidade da política econômica nacional.

Portanto, para o governo, o balanço de pagamentos era a configuração de um cenário altamente preocupante. Se não fossem utilizados de maneira íngreme os recursos de política econômica, poderia ver-se comprometida a consecução do tão almejado plano de estabilização.

#### 4.1 A COMPOSIÇÃO DO PASSIVO EXTERNO LÍQUIDO

Com o alto déficit do balanço de pagamentos em conta corrente que se acumulou durante o Plano Real, já se poderia esperar que o passivo brasileiro também crescesse nesse ritmo vertiginoso. O passivo externo bruto do Brasil, considerando dívida de curto, médio e longo prazos, investimento direto e investimento de *portfólio*, que alcançava US\$ 207 bilhões em 1994, passou a ser, aproximadamente, US\$ 440 bilhões em 2002. Isto é, cresceu mais de 100% durante o período.

Através da tabela a seguir, pode-se perceber a configuração dessa conjuntura.

TABELA 2 – PASSIVO EXTERNO LÍQUIDO BRASILEIRO – 1994-1998 – EM US\$ BILHÕES

DISCRIMINAÇÃO	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001*	2002*
Dívida Externa Total <sup>1/</sup>	148,3	159,3	179,9	200,0	241,6	241,5	236,2	226,1	227,7
Estoque Investimento Direto	38,1	42,5	53,3	72,3	101,2	129,8	162,6	185,1	201,7
Estoque Investimento Carteira	21,0	18,7	27,1	32,0	17,4	23,1	18,5	15,5	10,4
<b>Passivo Externo</b>	<b>207,4</b>	<b>220,5</b>	<b>260,3</b>	<b>304,3</b>	<b>360,2</b>	<b>394,4</b>	<b>417,3</b>	<b>426,7</b>	<b>439,8</b>
Reservas Internacionais	38,8	51,8	60,1	52,2	44,6	36,3	33,0	35,9	37,8
Créditos + Haveres <sup>2/</sup>	15	15,1	19,3	17	14,2	14,2	12,8	11,4	8,0
Investimentos Brasileiros no Exterior <sup>3/</sup>	0,8	1,6	1,2	2,3	5,1	6,8	9,1	6,8	9,3
<b>Ativo Externo</b>	<b>54,6</b>	<b>68,5</b>	<b>80,6</b>	<b>71,5</b>	<b>63,9</b>	<b>57,3</b>	<b>54,9</b>	<b>54,0</b>	<b>55,2</b>
<b>PASSIVO EXTERNO LÍQUIDO</b>	<b>152,8</b>	<b>152,0</b>	<b>179,7</b>	<b>232,8</b>	<b>296,3</b>	<b>337,1</b>	<b>362,4</b>	<b>372,7</b>	<b>384,6</b>

FONTE: COMITÊ DE CONSENSO. Brasil: para um projeto de consenso. Brasília, 2002.

Anexo estatístico.

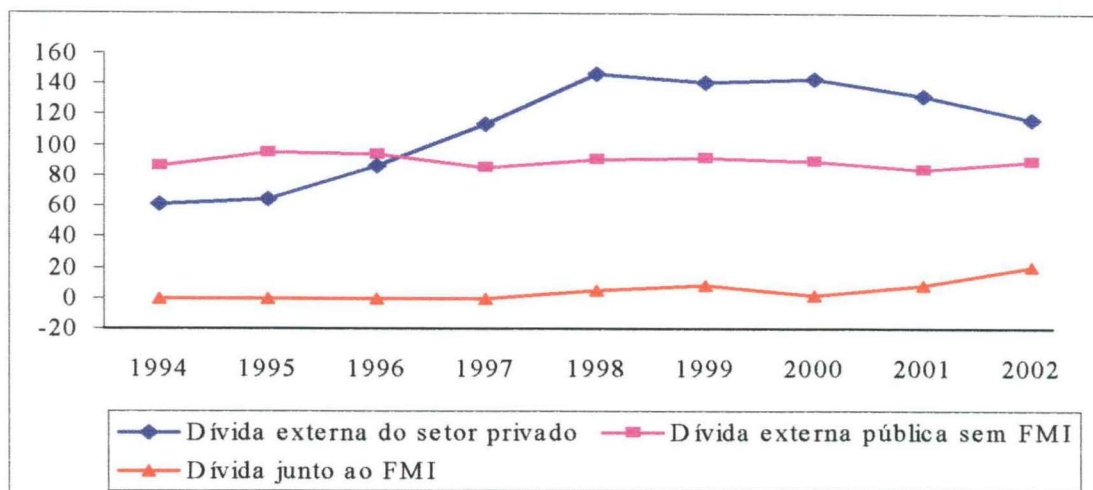
1/ Inclui empréstimos intercompanhias

2/ Inclui créditos brasileiros no exterior e haveres dos bancos comerciais

3/ Fluxos líquidos acumulados a partir de 1990

Dentre os componentes do passivo externo, evidentemente a dívida externa é a que recebe maior atenção nos momentos de leitura da conjuntura externa nacional. Tanto os mercados internacionais, relevando a solvência externa, quanto os agentes internos, embasando tomada de decisão, vêm nessa percepção a base para a formação das conclusões em relação ao Brasil e gestão das suas contas externas.

GRÁFICO 8 – DÍVIDA EXTERNA TOTAL BRASILEIRA – CURTO, MÉDIO E LONGO PRAZO  
1994-2002 – EM US\$ BILHÕES



FONTE: BARROS, O.; BARBOSA, F. H. Comentário Semanal, São Paulo, 16 abr. 2003.  
NOTA: Inclui empréstimos intercompanhias

Como se pode perceber, a dívida externa total teve um crescimento explosivo entre 1994 e 1998, impulsionada, principalmente, pelo setor privado.

O ano de 1999 apresentou um leve crescimento da dívida externa pública em virtude, principalmente, do ingresso de recursos originários do programa de assistência financeira ao país. A dívida do setor privado, por outro lado, esteve em queda ao longo do ano devido à redução no volume de financiamentos ao comércio e da retração das novas captações de empréstimos em período em que as condições de custos apresentaram-se desfavoráveis.

O mais importante a se observar é que, após 1999, com a flutuação cambial, o endividamento externo passou a apresentar taxas decrescentes, fruto de uma combinação de fatores favoráveis originados no cenário econômico. Além da reavaliação do estoque da dívida, em 2000<sup>1</sup>, houve um ajuste no custo de oportunidade dos agentes domésticos entre as alternativas que dispunham de endividamento interno

<sup>1</sup> O ano de 2000 foi marcado pela reavaliação metodológica do estoque da dívida externa, além de abatimento de parcelas de compromissos externos vencidos a mais de 120 dias, não contabilizados nas estatísticas da dívida externa como pagos. Enquadram-se, nesse caso, compromissos externos vencidos que possam ter sido convertidos em investimentos, perdão da dívida sem formalização, falência ou liquidação do devedor, ou pagamentos feitos em moeda estrangeira ou em moeda nacional no país por meio da utilização de contas de não-residentes.

e externo, devido à imprevisibilidade que se foi introduzida em relação à própria taxa de câmbio.

Mas o efeito da imprevisibilidade da taxa de câmbio deveria contribuir apenas para que não houvesse sobrecarregamento do endividamento. O que se observou, no entanto, foi uma redução elevada da dívida do setor privado. Essa redução foi fruto de menor disponibilidade de recursos para o país, o que fez com que algumas empresas quitassem suas dívidas ou convertesse-as em investimento.

Segundo BARROS e BARBOSA (2002a, p. 3), “quando se converte uma dívida em investimento se abate um passivo em moeda estrangeira e, simultaneamente se capitaliza a empresa no Brasil.”

Assim, algumas empresas que operam no Brasil e possuíam dívidas com a matriz sob a forma de empréstimos intercompanhia converteram suas dívidas em investimento, melhorando sua capitalização e evitando ir ao mercado buscar os recursos para pagar esses empréstimos. “Logo, a contrapartida dessa conversão é o resgate da dívida externa, o que eleva as estatísticas de amortizações de empréstimos intercompanhias sem qualquer saída efetiva de divisas.” (BARROS e BARBOSA, 2002a, p. 3)

Apesar de no curto prazo esse tipo de conversão se traduzir simplesmente em uma mera operação contábil, no médio prazo isso gera pagamentos menores de amortizações e encargos, o que repercute numa melhora do déficit em transações correntes. “É importante não deixar de mencionar que os empréstimos intercompanhia não têm longo prazo. Giram em torno de 1 ano ou pouco mais. Portanto o benefício em termos do balanço de pagamentos refere-se também à menor necessidade de recursos para amortização de dívida externa no curto e médio prazos.” (BARROS e BARBOSA, 2002a, p. 4)

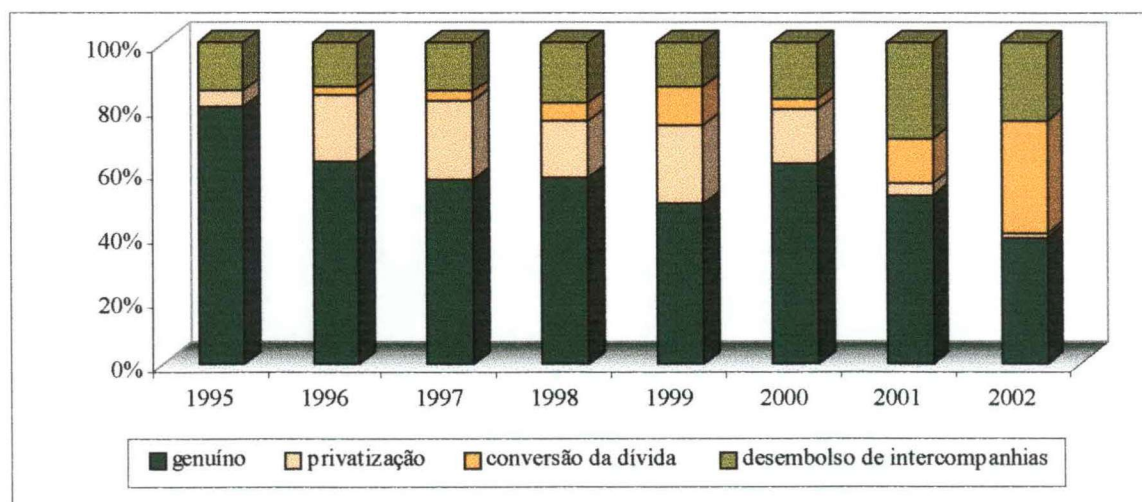
Já os investimentos diretos entraram no país sob diversas modalidades. As privatizações tiveram um papel importante nesse processo. A aquisição de estatais pelo capital estrangeiro foi o resultado de um amplo programa de privatização, instituído com o intuito de diminuir a dívida pública. Banco, distribuidoras de energia elétrica, siderúrgicas e empresas de telecomunicações foram as empresas que participaram desse tipo de programa.

Também houve grande influxo de investimentos diretos referentes a empréstimos intercompanhias, que são aqueles derivados de contratos financeiros de empréstimos, geralmente entre matriz e suas subsidiárias, tendo em contrapartida remessa de amortização.

Além dessas modalidades, existe um grupo chamado de investimentos genuínos, que são aqueles que representam fluxos de investimento em moeda decorrente de aquisição de empresas existentes ou aplicação em novos empreendimentos que não sejam decorrentes de privatizações, empréstimos intercompanhias ou conversão da dívida em investimento. Foi esse o tipo de investimento que mais se observou durante o Plano Real.

O gráfico a seguir lista as diversas categorias de investimentos estrangeiros diretos no Brasil.

GRÁFICO 9 – COMPOSIÇÃO DO INGRESSO BRUTO DE INVESTIMENTO DIRETO ESTRANGEIRO NO BRASIL – 1995-2002 – EM % DO TOTAL



FONTE: BARROS, O.; BARBOSA, F. H. Esclarecimentos técnicos sobre os fluxos recentes de investimento direto estrangeiro para o Brasil. Especial SOBEET, São Paulo, ano IV, nº 21, p. 2, set. 2002.

NOTA: Para o ano de 2002: dados até julho

O principal ponto a ser considerado é como a política nacional consegue influenciar as decisões dos investidores estrangeiros em aplicar seus recursos no país. No caso dos investimentos estrangeiros diretos, não se pode observar uma alteração

relevante na atitude dos investidores quanto à perda de atratividade do país nem dizer que esses investimentos são sensíveis a esses fatores conjunturais. Evidentemente, uma parte desses investimentos é influenciável pela economia doméstica, mas o maior movimento refere-se às próprias incertezas observadas nas economias investidoras, em particular resultantes de questionamentos sobre a saúde financeira da empresa ou sobre a própria capacidade de investimentos dessas empresas.

Em momentos de perda de valor das ações de empresas transacionais, derivada de crises em bolsas de valores, há uma retração dos fluxos destinados a esse tipo de investimento. Isso se observa, também, em épocas de desaceleração da economia mundial, o que afeta a percepção de lucros dos empresários. Como reflexo dessa retração, tem-se uma diminuição nos fluxos de investimentos diretos genuínos.

Proporcionalmente ao total de fluxos ao país, na categoria de investimentos genuínos, observa-se que os anos de 1999 e 2002 apresentaram as menores parcelas desses investimentos. Isso foi resultado de um baixo desempenho dos principais países investidores, indiferentemente do contexto político ou econômico doméstico.

Para a cadeia produtiva nacional, os investimentos estrangeiros diretos podem representar benefícios que não devem ser desconsiderados. E isto por várias razões. Dentre elas, tem-se o incremento da capacidade produtiva do país, principalmente pela incorporação de ativos imobilizados à estrutura empresarial. Acima disso, a inserção de novas empresas ao quadro industrial abre a possibilidade da difusão e incorporação do progresso tecnológico aos processos produtivos. E o mais importante: “dado que o investidor externo não apropria integralmente os ganhos, entre os benefícios se destaca uma elevação da renda no país hóspede.” (ALMEIDA FILHO, 2000, p. 23)

Assim, pode se afirmar que, dentro dos componentes do passivo externo, os investimentos estrangeiros diretos, comparados à volatilidade dos investimentos de *portfólio* e aos custos da aquisição das dívidas externas, representam qualitativamente o melhor influxo financeiro no país.

O terceiro componente do passivo externo bruto, os investimentos estrangeiros líquidos em *portfólio*, teve sua evolução diretamente relacionada ao humor do mercado financeiro, sofrendo reajustes principalmente em momentos de incertezas,

conseqüência dos efeitos relacionados a crises de confiança de investidores estrangeiros em relação aos mercados emergentes.

TABELA 3 - CARTEIRA DE ATIVOS DE INVESTIDORES ESTRANGEIROS – 1995-2002  
EM US\$ MILHÕES

Período	Estoque de ativos (fim de período)	Composição da carteira (%)					
		Ações	Derivativos	Debêntures	Renda fixa	Moedas de privatização	Outros
1995	18.650,00	89,50	1,10	5,50	-	3,70	0,20
1996	27.090,00	92,0	-	4,70	-	2,80	0,50
1997	32.047,00	96,50	1,40	2,10	-	-	0,00
1998	17.365,00	94,80	4,20	1,00	-	-	0,00
1999	23.110,00	99,00	0,00	0,80	-	-	0,10
2000	18.528,00	91,90	0,10	0,90	7,00	-	0,10
2001	15.532,00	88,50	0,30	0,70	9,30	-	1,20
2002	10.373,00	74,70	2,30	1,20	21,50	-	0,20

FONTE: Banco Central do Brasil

Do lado dos ativos externos, a situação não representa nenhum conforto. Quando se abate do total de passivos os ativos externos, incorre-se no erro de acreditar que aqueles ativos representam uma fonte de segurança para a liquidação dos saldos devedores acumulados. No entanto, esses recursos não são destinados exclusivamente para cobrir a conta de passivos. Vê-se no caso de um país a mesma dicotomia defrontada pelas empresas privadas. Um acúmulo de passivos não necessariamente representa uma restrição ao funcionamento e a capacidade da empresa de liquidar suas dívidas. O que se torna decisivo é a composição das contas. Esta é a fonte de preocupação para o Brasil.

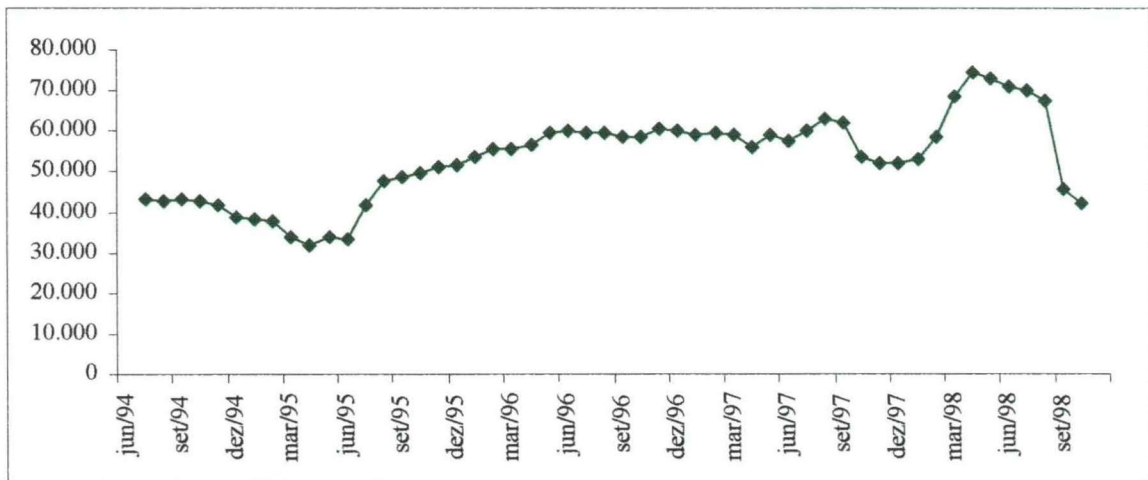
Primeiro, no caso dos haveres e investimentos no exterior, vê-se que, em 2002, por exemplo, se somados o total desses recursos, tem-se um agregado de US\$ 17,3 bilhões – o que, perto das reservas internacionais de US\$ 37,8 bilhões, é um valor nada irrisório – mas que é restrito a um grupo pequeno de agentes como bancos e grandes empresas que dispõem de um nível considerável de recursos. Isto é, essas aplicações

não abrangem grandes camadas de cobertura, como as médias e pequenas empresas. Estas têm um acesso muito limitado a empréstimos em moeda estrangeira, ficando sujeitas somente às disponibilidades do crédito em reais.

Em relação ao estoque de reservas internacionais, item mais importante dentro dos ativos externos, a situação é mais preocupante. Entre 1994 e 2002, as reservas não apresentaram crescimento relevante, situando-se, em média, num patamar de US\$ 43 bilhões em estoque ao ano.

Não se pode negar, todavia, a importância dessas reservas à economia brasileira, principalmente em momentos de pressões cambiais expressivas, verificado em todo o período em questão. Quando houve restrições de liquidez internacional, em 1995, com a crise cambial mexicana; em 1997, com a crise financeira do sudeste asiático; e em 1998, com a decretação da moratória russa, o uso das reservas associado a medidas restritivas de política monetária assegurou a taxa de câmbio desejada.

GRÁFICO 10 – RESERVAS INTERNACIONAIS - CONCEITO LIQUIDEZ - JUL 1994-OUT 1998 – EM US\$ MILHÕES



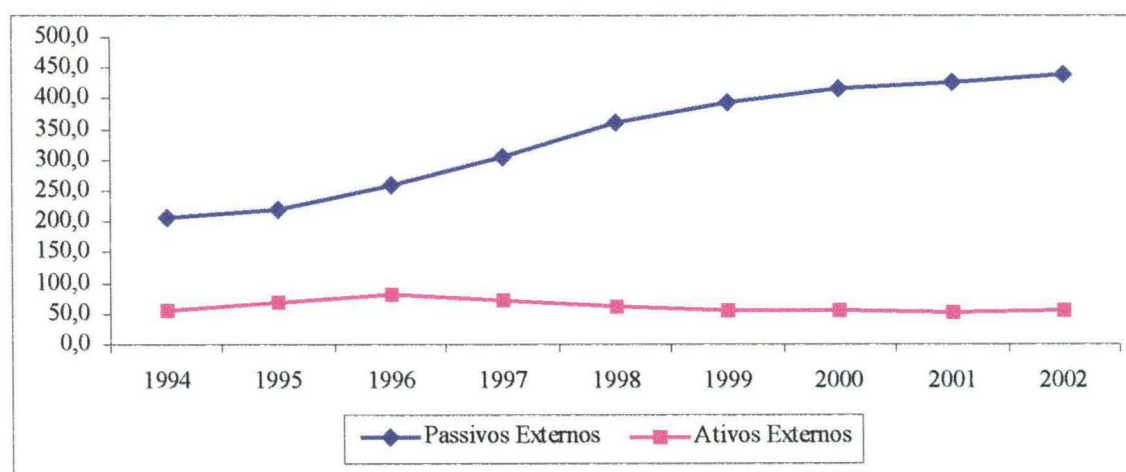
FONTE: Banco Central do Brasil

No entanto, se verificada a evolução do passivo externo bruto brasileiro, o nível das reservas internacionais tornara a situação cada vez mais preocupante. No final do ano de 2002, o passivo externo bruto brasileiro foi mais de US\$ 400 bilhões, enquanto que o estoque das reservas internacionais manteve-se sob patamares pouco

significativos (US\$ 37 bilhões), representando riscos expressivos à gestão da política econômica, que ficava cada vez mais condicionada às intempéries do mercado externo.

Como evidenciado no gráfico abaixo, através da composição das contas, fica claro o distanciamento na trajetória dos passivos e dos ativos, o que caracteriza o crescimento do passivo externo líquido brasileiro durante os anos.

GRÁFICO 11 – CRESCIMENTO DO PASSIVO EXTERNO LÍQUIDO BRASILEIRO – 1994-2002 – EM US\$ BILHÕES



FONTE: Banco Central do Brasil

Contudo, apesar do desempenho de cada conta poder representar aspectos particulares na sua evolução, no geral, quando observado o passivo externo líquido, vê-se que essa variável é a representação do cenário que se fez na política econômica brasileira conjugada ao processo da abertura externa.

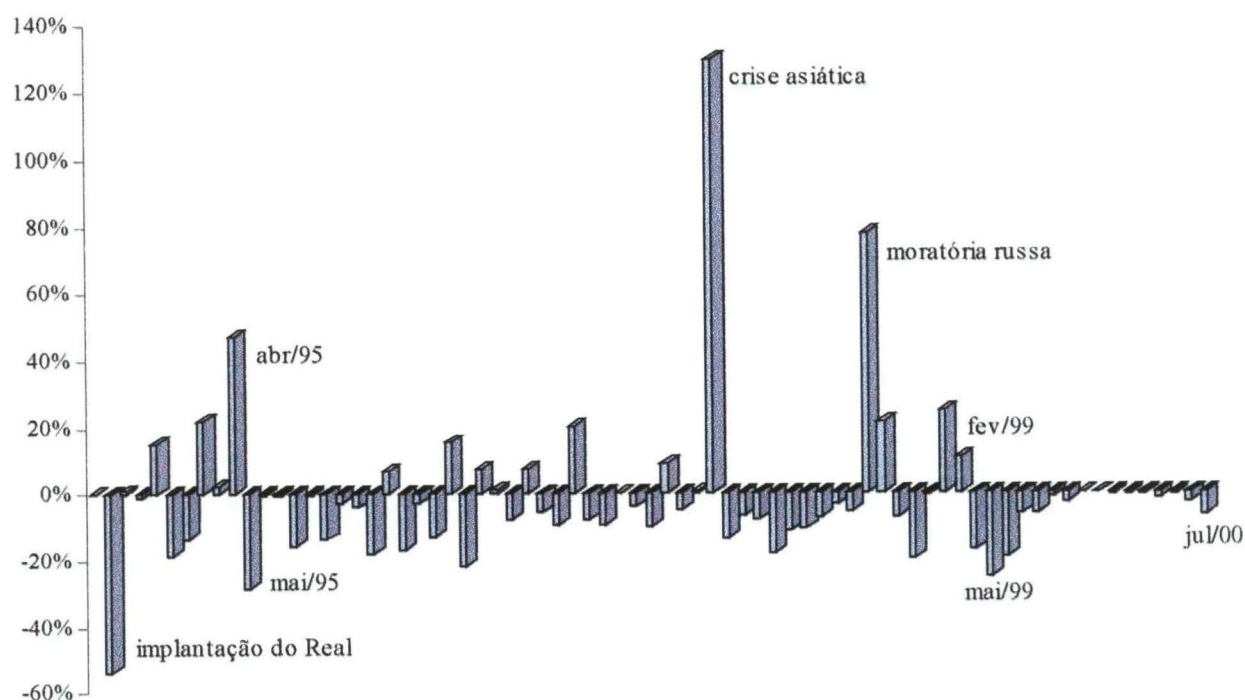
Assim, principalmente através do uso da taxa de juros e da política cambial, pode-se entender como a política econômica atuou nesse cenário.

## 4.2 A INFLUÊNCIA DOS INSTRUMENTOS DETERMINANTES DO MOVIMENTO DE CAPITAIS

A política econômica implantada no Real, como já visto, foi demarcada por duas fases distintas. Na primeira, entre 1994 e 1998, combinaram-se uma política de valorização da taxa de câmbio com uma política de altas taxas de juros. Após 1999, ainda se via o uso da taxa de juros elevada – pois eram esses juros elevados em relação ao mercado externo que incentivavam a entrada de capital estrangeiro no país – mas o câmbio havia sofrido real desvalorização.

Em relação à gestão da taxa de juros, a política do Banco Central consistia em aumentar a taxa quando havia saída de recursos e diminuí-la quando haviam entradas. As turbulências que foram observadas, principalmente reflexo da crise asiática e da moratória russa, e a influência que tiveram no movimento de capitais, evidenciam o uso desse instrumento.

GRÁFICO 12 – TAXA DE VARIAÇÃO DOS JUROS NOMINAIS – JUL 1994-JUL 2000 – EM %



FONTE: Banco Central do Brasil

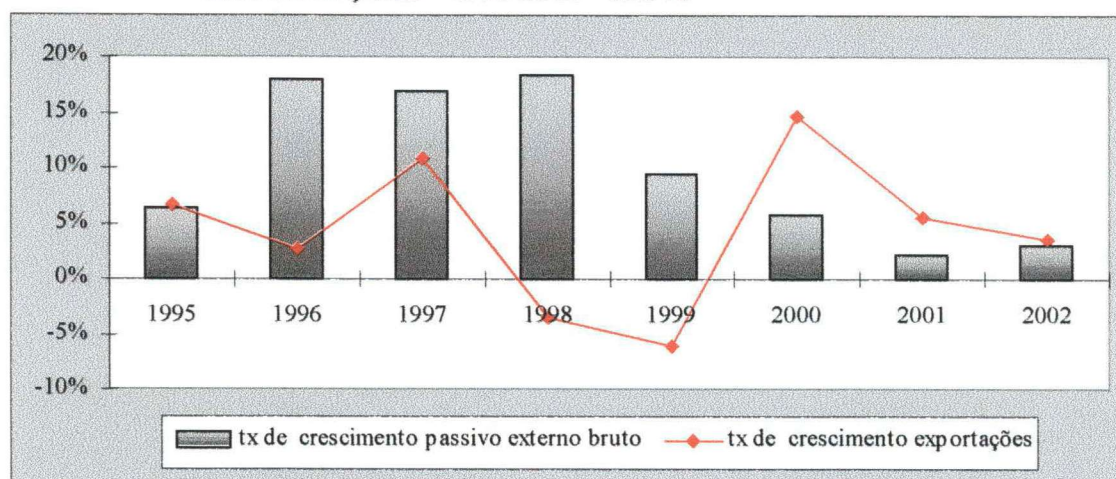
No entanto, o uso indiscriminado da taxa de juros representa uma perturbação no horizonte. Os investimentos externos, muitas vezes, decepcionam, dando lugar ao dilema entre manter a dívida financiada à taxa de juros alta ou privilegiar os bancos e as empresas nacionais com juros baixos. Se os juros caem, a moeda pode se desvalorizar; se sobem, os bancos e as empresas podem quebrar. A experiência mostra que, no final, todos são prejudicados, porque os financiadores estrangeiros percebem que a situação é inevitável, que o retorno não cobre o custo e que o melhor é retirar os recursos do país. Este quadro faz com que a economia torne-se dependente do bom comportamento do mercado financeiro internacional. No caso brasileiro, foi isso que se verificou. Era o humor externo que definia, em última instância, como seria o nível da taxa de juros aplicada no país.

Além da taxa de juros, a política cambial tinha grande participação na consolidação do cenário que se firmava.

A sobrevalorização que se verificou até 1998 contribuiu para, principalmente, deprimir a rentabilidade dos setores produtores de *tradeables*, isto é, daqueles que exportavam ou concorriam com as importações, desestimulando justamente aqueles investimentos que seriam capazes de gerar as divisas necessárias para saldar os compromissos internacionais acumulados. Isso logo repercutiu nos saldos da balança comercial como reflexo da baixa atratividade das exportações.

Entre 1994 e 1998, a taxa média de crescimento do passivo externo bruto foi de 14,91%, enquanto que as exportações cresceram, em média, 4,23%, considerando o mesmo período. Após a desvalorização cambial, considerando o período de 1999 a 2002, as exportações mantiveram praticamente a mesma média de crescimento (4,50%), porém estabelecendo-se num patamar superior ao período da sobrevalorização. Já o passivo externo demonstrou maior sensibilidade ao regime cambial, crescendo apenas 5,16% ano, em média. Isto é, via-se, com a desvalorização, a contenção da explosão do crescimento do passivo que se verificava até então.

GRÁFICO 13 – TAXA DE CRESCIMENTO DO PASSIVO EXTERNO BRUTO BRASILEIRO E EXPORTAÇÕES – 1995-2002 – EM %



FONTE: COMITÊ DE CONSENSO. Brasil: para um projeto de consenso. Brasília, 2002. Anexo estatístico.

NOTA: Para os anos de 2001 e 2002: dados preliminares. Boletim do Banco Central, v. 39, n. 05, maio 2003.

A desvalorização do câmbio, portanto, traz efeitos positivos ao montante de passivos externos pois, além de seus efeitos sobre o saldo da balanço comercial, com ajustes sobre as importações e exportações, diminui o estoque de capital estrangeiro (em dólares). Com a diminuição do estoque de capital estrangeiro, também diminuíam serviços subjacentes, o que, conseqüentemente, amenizou as pressões sobre o balanço de pagamentos.

Logo, na prática, manter austeridade na política econômica e avançar sem hesitação no processo de reformas estruturais é base para a captação de recursos crédulos para o país. Há uma atração natural dos mercados internacionais pelos títulos de maior rentabilidade, dadas as taxas reduzidas de remuneração dos ativos em outros países. Isto é, no caso brasileiro, onde foram estabelecidas altas taxas de juros durante todo o período em análise, esse instrumento teve um único objetivo: atrair capitais forâneos. Portanto, sobrou para a política cambial a responsabilidade de mexer no estoque de passivos externos. Efetivamente, com a desvalorização, os benefícios puderam ser vislumbrados.

### 4.3 A DIMENSÃO DO DESAJUSTE EXTERNO

Uma maneira de avaliar a internacionalização de uma economia é através do nível de endividamento externo que aflora dessa economia. Pode-se afirmar, de uma certa maneira, que o total da dívida externa e dos investimentos no país refletem a confiança dos credores no mercado nacional, o que é a tradução e consequência da adoção de políticas macroeconômicas prudentes e eficazes. Assim, transparece a percepção aos agentes econômicos de que o retorno de seus investimentos compensará o risco.

Nesse sentido, um passivo externo pode, muitas vezes, mostrar o grau de confiança que os demais países têm em relação à economia doméstica e seus fundamentos. Assim, vislumbrando-se a evolução do passivo externo brasileiro durante o Plano Real ter-se-ia a demonstração de um ambiente totalmente favorável à gestão de política econômica brasileira.

No entanto, no caso brasileiro, não foi isso que se ficou evidenciado. Os recursos externos foram auferidos em caráter compulsório, com percepção de aumento de riscos. O ponto central da discussão, portanto, gira em torno da compreensão da diferença entre fluxo normal de capitais externos, em regime livre, atraídos pela força da economia e/ou confiança nos governos e instituições, e fluxos externos que precisam ser captados, obrigatoriamente, para honrar os compromissos externos, em situação que fragiliza a confiança do investidor e sacrifica o desenvolvimento econômico do país, por manter atrativos artificiais para atração de capitais externos.

Nos primeiros momentos do Real, devido às condições internas, o predomínio de entrada de capital estrangeiro foi dos investimentos de *portfólio*, caracterizados pela possibilidade de refluir rapidamente em resposta às incertezas e às variações no mercado. “Assim, manter um déficit em transações correntes, financiado com recursos voláteis e que em parte direcionavam-se para o financiamento do consumo, é uma situação de auto risco e insustentável a longo prazo.” (GREMAUD, VASCONCELLOS e TONETO JÚNIOR, 2002, p. 478-479)

Portanto, se aceitaria um aumento do passivo externo se este fosse resultado de uma política de absorção de recursos destinados, sobretudo, para o aumento da

capacidade produtiva do país. Conforme afirmado por BATISTA JÚNIOR (2000, p. 345), “os recursos carreados no exterior devem financiar a formação de capital e não o consumo. (...) a absorção de capitais estrangeiros implica gerar um fluxo de pagamentos futuro sob a forma de juros, lucros, dividendos e outros serviços fatores. O pagamento desses compromissos requer, evidentemente, a ampliação da capacidade produtiva do país.” No entanto, entre 1990-94 e 1995-97, a formação bruta do capital fixo quase não aumentou: de 19,4% para 19,7% do PIB, em média, segundo dados do IBGE. Já o consumo passou de 78,4% do PIB em 1990-94 para 80,7% do PIB em 1995-97. Isto é, aquecia-se o consumo mas os investimentos produtivos permaneciam praticamente intactos.

Nesse contexto, as diferenças entre fluxos de capitais de curto e longo prazos, voláteis e investimento direto estrangeiro adquiriram grande importância. “Evidentemente quanto maiores os prazos de empréstimos externos e/ou quanto mais os déficits tenham sido financiados com investimento direto, menores serão relativamente os compromissos externos que vencem num determinado período. Por outro lado, quanto maior for a proporção das aplicações de curto prazo nos passivos externos maior será a fragilidade financeira externa...” (MEDEIROS e SERRANO, 199-)

Em 1995, do total da dívida externa de US\$ 159 bilhões, US\$ 30,5 bilhões eram dívida de curto prazo. O estoque de investimento em carteira era de US\$ 18,7 bilhões. Se observada as reservas internacionais que o país dispunha – US\$ 51,8 bilhões – vemos que esse tipo de recurso representava 95% do total de reservas que o país possuía. Para o ano de 1997, o país tinha uma dívida de curto prazo de US\$ 36,7 bilhões e um estoque de investimento em carteira de US\$ 32 bilhões, o que significava um montante superior em 32% às reservas do país.

Os efeitos dessa configuração, portanto, só contribuíram para o aumento da fragilidade financeira externa do país, à medida que a dependência de obtenção de financiamentos externos – para sustentar os déficits em contas correntes e as reservas internacionais em níveis que pudessem evitar maiores crises no balanço de pagamentos – estaria aumentando. Não se deve esquecer que a vulnerabilidade da economia brasileira não se deu somente por fatores externos, mas como consequência

de fatores endógenos criados pela própria opção de política econômica adotada pelo governo brasileiro.

## 5 CONCLUSÃO

Ao olhar para o Plano Real vê-se a configuração de um cenário marcado por diversos aspectos, onde, ao mesmo tempo em que se estabeleceu como o plano econômico brasileiro mais bem-sucedido, conseguindo melhoras aspectos econômicos relevantes, apresentou uma fragilidade incômoda, caracterizada, principalmente, pela forte dependência de capital externo limitando as margens de manobra da política econômica do país.

Essa dependência é o reflexo de uma conjugação de fatores externos com opções internas de política econômica que, na busca contínua pela contenção do processo inflacionário, agravaram sobremaneira a situação das contas externas e proporcionaram uma acumulação vultuosa de passivos com o exterior.

O comportamento do passivo externo brasileiro foi condicionado, portanto, por elementos externos e internos. Externos, porque era a vontade do mercado internacional em fazer aplicações na economia brasileira que formava, obviamente, a composição desse passivo. E interno, porque era a própria opção de política econômica brasileira que sinalizava ao mercado internacional as possibilidades que se abriam para os investimentos no país, através do diferencial de juros e da taxa de câmbio. Por sua vez, eram essas opções de política que agravava a situação, uma vez que se colocavam ao mercado internacional as facilidades para aplicações financeiras no país sem grandes restrições.

Com isso, se tinha uma relação de causa-efeito altamente perigosa. Ampliava-se cada vez mais o grau de fragilidade financeira que fazia com que se limitassem as possibilidades de políticas econômicas futuras.

Para conseguir manter contínuo o fluxo de capital estrangeiro, imprescindível para corrigir os desequilíbrios do balanço de pagamentos, era necessário oferecer o grande diferencial nas taxas de juros em comparação com as do mercado internacional. Era essa diferença que atraía o capital. Entretanto, o governo não conseguiu controlar nem o tamanho nem a qualidade dos capitais que entravam no país.

Portanto, tem-se a partir daí, outro foco de problema: os capitais, em grande parte, eram capitais especulativos de curto prazo que entravam no país para a simples obtenção de lucros.

Nos primeiros anos do Plano Real o retorno dos capitais estrangeiros ao país conduziu a uma acumulação de um grande volume de reservas em moeda forte. Essas reservas serviram para formar um lastro importante de proteção à moeda no curto prazo e para a manutenção da política monetária que tinha na política cambial sua âncora para manter a inflação sob controle.

Porém, em momentos de agitação nos mercados financeiros, essas reservas eram usadas como recursos de última instância, o que abria a discussão sobre a manutenção da política econômica brasileira.

No estouro de cada crise aumentava-se a possibilidade de fuga de capitais, o que por sua vez poderia ruir a política econômica de controle de preços. Nesse momento, o governo continuamente buscava trabalhar com os instrumentos que dispunha, em situações cada vez mais hostis quanto ao pagamento de juros.

Pode-se detectar, dessa maneira, alguns elementos causadores da ampliação do passivo externo como: as taxas de juros elevadas, a política de câmbio valorizado, as já acumuladas dívidas anteriores e o auxílio da opção de política econômica.

A crise mexicana de dezembro de 1994, a crise asiática que começou em julho de 1997 e a crise russa que se estabeleceu em agosto de 1998 provocaram uma fuga maciça de capitais do Brasil. As duas primeiras puderam ser controladas através do uso das reservas internacionais, já a terceira teve impactos que só se estancaram com a desvalorização de janeiro de 1999.

A desvalorização cambial realizada no Brasil criou a oportunidade de corrigir os exageros promovidos pela sobrevalorização do Real que tomou corpo durante a primeira fase do Plano, de 1994 a 1998. Nessa nova fase, com a flutuação cambial, mostrava-se que o país tentaria conter o aumento de todos os desequilíbrios que tinham se estabelecido anteriormente.

E a desvalorização trouxe grandes vantagens ao cenário econômico. Os indicadores externos passaram a apresentar índices ainda preocupantes mas sem o

mesmo grau de explosão que se verificava até então, com a notória diminuição do déficit das transações correntes e a contenção no grau de crescimento dos passivos externos.

Em suma, viu-se que as opções de política econômica adotadas pelo governo conjugadas ao processo de inserção externa foram os fatores determinantes na evolução do passivo externo líquido brasileiro. Foram esses condicionantes que trouxeram todas as conseqüências que puderam ser vislumbradas durante o Plano Real.

## REFERÊNCIAS

- ALMEIDA FILHO, A. Investimento externo e competição. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 20, n. 1 (77), p. 18-33, jan./mar. 2000.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Balanco de Pagamentos**. PEDD. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/htms/sdds/balpagam.p.htm> > Acesso em: 18 mai. 2003.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Boletim do Banco Central do Brasil**. PEDD. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/htms/boletim.htm> > Acesso em: 18 mai. 2003.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Dívida Líquida e Necessidade de Financiamento do Setor Público**. Brasília, ago. 1999.
- BARROS, O.; BARBOSA, F. H. Esclarecimentos técnicos sobre os fluxos recentes de investimento direto estrangeiro para o Brasil. **Especial SOBEET**, São Paulo, ano IV, nº 21, p. 1-8, set. 2002a.
- BARROS, O.; BARBOSA, F. H. Indicadores da dívida externa brasileira melhoram, mas ainda dependem de confiança e apoio externo. **Comentário Semanal**, São Paulo, 16 abr. 2003.
- BARROS, O.; BARBOSA, F. H. Una forma de cálculo dei pasivo externo brasileño y la influencia dei régime de tipo de cambio flotante. **BBVA, Ensayos sobre Colombia y América Latina**. 2002b.
- BATISTA JÚNIOR, P. N. **A economia como ela é...** São Paulo: Boitempo Editorial, 2000.
- BELLUZO, L. G. **Plano Real: do sucesso ao impasse**. **Economia Aplicada**. v. 3 n. especial. 1999.
- CARDOSO, E. A crise monetária no Brasil: migrando da âncora cambial para o regime flexível. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 21, n. 3 (83), p. 146-167, jul./set. 2001.
- CANUTO, O. **Regimes de política monetária em economias abertas**. IE/UNICAMP, texto para discussão n. 92. Campinas, dez. 1999.
- COMITÊ DE CONSENSO. **Brasil: para um projeto de consenso**. Brasília, 2002.
- CONJUNTURA ECONÔMICA. Rio de Janeiro: FVG, v. 48, n. 04, abr. 1994.
- CONJUNTURA ECONÔMICA. Rio de Janeiro: FVG, v. 50, n. 12, dez. 1996.

CONJUNTURA ECONÔMICA. Rio de Janeiro: FGV, v. 53. n. 03, mar. 1999.

CONJUNTURA ECONÔMICA. Rio de Janeiro: FGV, v. 57, n. 05, mai. 2003.

DORNBUCH, R.; FISCHER, S. **Macroeconomia**. 2 ed. São Paulo: Mcgraw-Hill, 1991.

FORTUNA, E. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 8 ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1996.

FRAGA NETO, A. **Carta aberta ao Ministro de Estado da Fazenda**. Banco Central do Brasil. Brasília, 16 jan. 2002.

GIAMBIAGI, F. **Restrições ao crescimento da economia brasileira: uma visão de longo prazo**. BNDES, texto para discussão n. 94. Rio de Janeiro, maio 2002.

GREMAUD, A. P.; VALCONCELLOS, M. A. S. de; TONETO JÚNIOR, R. **Economia brasileira contemporânea**. 4 ed. São Paulo: Editora Atlas, 2002.

KON, A. **Planejamento no Brasil II**. São Paulo: Editora Perspectiva, 1999.

LOPES; L. M.; VANCONCELLLOS, M. A. S. de; **Manual de Macroeconomia**. 2 ed. São Paulo: Editora Atlas, 1999.

MEDEIROS, C; SERRANO, F. **Inserção externa, exportação e crescimento no Brasil**. Rio de Janeiro, 199-.

MEIRELLES, H. de C. **Carta aberta ao Ministro de Estado da Fazenda**. Banco Central do Brasil. Brasília, 21 jan. 2003.

MINELLA, P. S. de F. et al. **Inflation target in Brazil: constructing credibility under exchange rate volatility**. Banco Central do Brasil, working paper series n. 77, Brasília, jul. 2003.

MISHKIN, F. S. **Inflation target in emerging market countries**. National Bureau of Economic Research (NBER), working paper n. 7618. Mar. 2000.

OLIVEIRA, G. **Brasil real: desafios da pós estabilização na virada do milênio**. 2 ed. São Paulo: Mandarim, 1996.

PAULANI, L. M.; BRAGA, M. **A nova contabilidade social**. São Paulo: Saraiva, 2001.

ROCHA, K. M; MOREIRA, A. **Credibilidade da política cambial e as opções cambias**. IPEA, texto para discussão n. 581. Rio de Janeiro, ago. 1998.

ROSSETTI, J. P. **Contabilidade social**. São Paulo: Atlas, 1989.

SAYAD, J. Observações sobre o Plano Real. In: MERCADANTE, A. (Org.). **O Brasil Pós-Real: a política econômica em debate**. Campinas: Ed. Unicamp, 1998. p. 71-88

