

GISELLA COLARES GOMES



**A ECONOMIA BRASILEIRA NA GLOBALIZAÇÃO:
UMA VISÃO CRÍTICA DA POLÍTICA DE
ENDIVIDAMENTO**

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Desenvolvimento Econômico da Universidade Federal do Paraná, sendo orientador o Prof. Gerson Pereira Lima.

CURITIBA
1998

GISELLA COLARES GOMES

**A ECONOMIA BRASILEIRA NA GLOBALIZAÇÃO:
UMA VISÃO CRÍTICA DA POLÍTICA DE ENDIVIDAMENTO**

**MESTRADO EM DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
CURITIBA
1998**

GISELA COLARES GOMES

**A ECONOMIA BRASILEIRA NA GLOBALIZAÇÃO:
UMA VISÃO CRÍTICA DA POLÍTICA DE
ENDIVIDAMENTO**

Dissertação aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre no Curso de Pós-Graduação em Economia, Mestrado em Desenvolvimento Econômico da Universidade Federal do Paraná, pela Comissão formada pelos professores:

Prof. Dr. GERSON PEREIRA LIMA

Profa. Dra. ROSA MARIA MARQUES

Prof. Dr. RAMON VICENTE GARCIA FERNANDEZ

Curitiba, 04 agosto de 1998.

GISELLA COLARES GOMES

**A ECONOMIA BRASILEIRA NA GLOBALIZAÇÃO:
UMA VISÃO CRÍTICA DA POLÍTICA DE
ENDIVIDAMENTO**

**Dissertação apresentada como
requisito parcial para a obtenção do
título de Mestre em Desenvolvimento
Econômico da Universidade Federal
do Paraná, sendo orientador o Prof.
Gerson Pereira Lima.**

**CURITIBA
1998**

A DEUS E À MINHA FAMÍLIA

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	05
2	GLOBALIZAÇÃO E FINANCEIRIZAÇÃO.....	09
2.1	Formação histórica.	12
2.2	O real significado da diplomacia do dólar forte	18
2.3	Características da financeirização.	21
2.4	Fragilidade e dinâmica especulativa	26
2.5	Efeitos da globalização financeira	29
3	INSERÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA NA GLOBALIZAÇÃO.....	31
3.1	Dependência externa estrutural	32
3.2	Padrões de financiamento, desenvolvimento e globalização	34
3.3	Tendência recente de aumento da fragilidade financeira	38
3.4	Capitais externos e estabilização.....	45
3.5	Considerações sobre alternativas de inserção internacional	51
4	O IMPACTO DA GLOBALIZAÇÃO SOBRE O ENDIVIDAMENTO PÚBLICO BRASILEIRO E UMA CRÍTICA À POLÍTICA ECONÔMICA MONETARISTA	53
4.1	Considerações teóricas sobre endividamento público	54
4.2	Uma ligeira retrospectiva e análise dos mecanismos de endividamento público brasileiro	59
4.3	A explosão da dívida pública brasileira	64
4.4	A ineficácia da política monetária no Brasil.....	67
4.5	Uma observação crítica da teoria quantitativa da moeda.....	69
4.6	O impacto da globalização sobre os conceitos de moeda e liquidez	73
5	CONCLUSÃO.....	77
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	83

A ECONOMIA BRASILEIRA NA GLOBALIZAÇÃO : UMA VISÃO CRÍTICA DA POLÍTICA DE ENDIVIDAMENTO

A principal hipótese desse artigo é que o desequilíbrio das contas públicas brasileiras não deve ser visto de modo simplificado como o excesso de gastos do governo sobre suas receitas. Existem determinantes provenientes da vulnerabilidade externa brasileira e da autonomização do endividamento público como regra de financiamento dos *déficits* orçamentários e como instrumento de política monetária.

A partir da compreensão de que, se o gasto correspondente ao *déficit* tem a capacidade de gerar receita futura, esse *déficit* é de natureza fiscal, e que, se o gasto correspondente ao *déficit* estiver relacionado ao pagamento de juros, esse *déficit* é de natureza financeira, percebemos que os ajustes fiscais, na prática, são insuficientes para restabelecer o equilíbrio orçamentário, pois não tem a capacidade de gerar receita futura com vistas ao pagamento dos encargos. Ao contrário, possuem um limite, já que não se pode fazer cortes contínuos nos gastos fiscais sem provocar efeitos adversos sobre o nível de produto. Isto é, não se pode substituir gastos fiscais com saúde, educação, infra-estrutura, etc., por gastos financeiros indefinidamente. A dinâmica básica do endividamento público eleva a taxa de juros, o que faz aumentar os seus encargos, e os *déficits* orçamentários passam a ter uma crescente componente financeira relativa ao pagamento de juros.

O endividamento público tem como pressuposto teórico a crença na neutralidade da moeda e que os processos inflacionários tem origem no excesso de oferta monetária. Observando a realidade econômica, constatamos que a moeda tem um papel fundamental no sistema econômico, o de sancionar decisões de produção e investimento, e não de causa-las. Estas, são influenciadas pela capacidade de autofinanciamento dos agentes, pela expectativa de lucros, pelo grau de utilização da capacidade produtiva, pelas inovações tecnológicas e pela existência do crédito. Nessa perspectiva, os fenômenos inflacionários transcendem à questão da gestão da moeda, e relacionam-se com o padrão de acumulação, financiamento e distribuição da riqueza.

Historicamente, as políticas anti-inflacionárias deterioraram as finanças públicas, de modo que as dívidas públicas cresceram mais rapidamente que o PIB. A desregulamentação financeira veio como resposta à necessidade de ampliação do mercado para os títulos públicos, reorientando profundamente os fluxos de capitais internacionais. Esse processo aliado à crise do padrão monetário ouro-dólar deu origem à globalização financeira. As condições institucionais modificaram-se e surgiram mecanismos de encurtamento dos prazos dos ativos financeiros, tornando o funcionamento do mercado financeiro próximo ao do mercado monetário, o que faz a emissão de dívida inócua para controle da oferta monetária.

Além desse aspecto, é preciso compreender a política de endividamento de forma contextualizada, incorporando as determinações e inter-relações da história econômica dos países. No caso da economia brasileira durante as décadas de 60 e 70, caracterizados por grande liquidez internacional, o governo brasileiro incentivou o endividamento externo objetivando o acúmulo de reservas como forma de diminuir a vulnerabilidade cambial. A dívida interna brasileira foi um importante instrumento de incentivo à captação externa de capital. Durante a segunda metade dos anos setenta a dívida externa foi estatizada, ficando sob responsabilidade do governo seu *“roll over”*. Com a crise do sistema de Bretton Woods e o choque financeiro por volta de 1980, a liquidez internacional diminui e leva as economias devedoras ao colapso. A economia brasileira passa por um forte ajuste recessivo objetivando aumentar os excedentes exportáveis e obter as divisas necessárias à rolagem da dívida externa. Como essas divisas pertenciam ao setor privado exportador, o governo endividava-se internamente para comprar essas divisas e efetuar o pagamento dos juros e principal da dívida estatizada. Isto é, foi a ruptura de um padrão específico de financiamento que desorganizou as finanças da economia brasileira. Ou seja, a direção de causalidade dos desequilíbrios financeiros é do setor externo para as contas públicas.

As mudanças trazidas pela globalização alteraram a macroeconomia, o grau e a natureza da vulnerabilidade externa brasileira. A conjunção da abertura comercial com desregulamentação financeira fez surgir *déficits* em conta-corrente financiados por capitais predominantemente especulativos e voláteis. A estabilização monetária centrada em altas taxas de juros e no câmbio valorizado aumenta a fragilidade externa, refletida na elevação do coeficiente de importações, na queda da participação dos produtos industrializados na pauta de exportações e no aumento da razão *déficit* em conta corrente/PIB, que passou de 0,17% em 1993 para 3,63% em 1996.

Além de aumentar a fragilidade externa brasileira, esse processo possui um forte impacto sobre a dívida pública. No período que vai de janeiro de 1992 a fevereiro de 1997 para cada R\$ 1,00 de saldo positivo nas transações externas o governo emitiu títulos no valor nominal de R\$1,22 para esterilizar a base monetária. O resultado foi o aumento do estoque da dívida interna que em dezembro de 1992 era de R\$ 164 milhões, para R\$ 254.458 milhões em dezembro de 1997. Está nítido que esse aumento deve-se ao alto nível das taxas de juros, o que nos traz um problema de fluxo, e à entrada de capitais externos que nos traz um problema de estoque.

É interessante observar que o atual modelo mantém o mesmo padrão de financiamento externo, só que agora em condições mais instáveis que nas décadas de 60 e 70, além de estar inserido na lógica especulativa levada às últimas conseqüências. Isto quer dizer que precisaremos mais que ajustes fiscais, reformas previdenciárias, administrativas e privatizações para equilibrar as contas públicas brasileiras.

1 INTRODUÇÃO

O objetivo desse trabalho é observar a política brasileira de endividamento público de uma forma crítica, avaliando a coerência de sua dinâmica e os desdobramentos concretos de sua efetivação.

A relevância da pesquisa proposta está na importância de se compreender a política de endividamento público de uma forma empreendedora, que não se limite a uma abordagem desvinculada das interações com a realidade econômica concreta, que a maioria dos paradigmas teóricos não incorporam.

Os governos com o referencial da teoria quantitativa da moeda incentivaram uma política de desregulamentação e liberalização financeira para ampliar o espaço de rolagem de suas dívidas públicas. O ponto central deste trabalho é que essa política influenciou o surgimento de uma esfera de circulação financeira crescentemente mais importante que a economia real.

Com a liberalização, ocorreram também mudanças institucionais nos mercados financeiros que levam à necessidade de captar a evolução histórica e conceitual de categorias econômicas como moeda e liquidez.

Durante o desenvolvimento do trabalho questionaremos até que ponto o endividamento interno é um imperativo de financiamento público, um mecanismo que favorece a valorização financeira da poupança privada ou um instrumento de política monetária, bem como a possibilidade da existência de contradição entre a utilização de títulos públicos como instrumento de política monetária e os próprios objetivos de política econômica em geral (crescimento, equilíbrio fiscal, financeiro etc).

É fundamental compreender a relação entre a dívida pública, as políticas antiinflacionárias dos diversos países, e o processo de globalização

financeira. Esta teve como efeito a estagnação econômica, apesar dos avanços tecnológicos, acompanhada de breves ciclos de crescimento. Só para ilustrar, as taxas de crescimento dos países desenvolvidos passou da média de 4,7% no período 1966-73 para 1,2% no período de 1991-1993 e o desemprego médio dos países centrais nos últimos anos flutua em torno de 11% (GONÇALVES, 1997, pp35). Paralelo a isso, outros desequilíbrios surgiram, como o aumento da razão dívida pública/PIB.

Igualmente importante é observar o impacto do processo de globalização financeira sobre as economias em desenvolvimento, como também avaliar a possibilidade de sucesso de políticas de cunho monetarista a partir das inter-relações e determinações estruturais da história econômica desses países.

No primeiro capítulo, através de uma investigação histórica, resumimos a análise de como se deu a atual formação da economia mundial, de modo que se possa distinguir os fatos históricos relevantes que condicionaram essa nova realidade econômica com características sistêmicas de financeirização. Veremos como a globalização, expressa no movimento internacional de capitais em grande escala, deixa de ser explicada pela necessidade de financiamento dos desequilíbrios dos fluxos comerciais e de serviços e passa a ter autonomia, ainda que relativa, da economia real e produtiva.

Destacaremos as transformações, inclusive tecnológicas, que mudaram a forma de operação dos mercados e as conseqüências desse processo sobre a política econômica, principalmente sobre a política monetária restritiva. Observaremos como a tentativa de evitar a emissão de moeda para financiar *déficits* orçamentários e/ou a contração da oferta monetária é um dos elementos da financeirização da riqueza, cuja importante conseqüência sobre a

economia é a redução das taxas de crescimento econômico e de bem estar social, apesar dos avanços tecnológicos.

No segundo capítulo aprofundaremos a análise do processo de globalização financeira, identificando suas limitações e aspectos que não tiveram mudanças em sua essência, como as relações político-econômicas e sociais entre a maioria dos países. Contudo, o principal objetivo é evidenciar a limitação da política de endividamento público de cunho monetarista, cujo arcabouço teórico não contempla a totalidade das determinações sobre os desequilíbrios orçamentários de economias historicamente dependentes como a brasileira.

Veremos como a atual “estratégia” (se é que existe uma) de inserção da economia brasileira é passiva e, como ela perpetua e aprofunda a fragilidade externa brasileira. Isso porque, além da maioria dos fundamentos macroeconômicos brasileiros continuarem defasados em relação às economias desenvolvidas. A globalização financeira aumentou a instabilidade sistêmica na medida que tornou as diversas políticas nacionais altamente interdependentes.

Iniciaremos o terceiro capítulo com uma exposição teórica dos conceitos e da dinâmica do endividamento público encontrados nos manuais básicos de macroeconomia e, destacaremos as principais conclusões e limitações desse processo dentro de seu próprio referencial teórico.

A partir disso, faremos uma análise do mecanismo de endividamento público brasileiro, incorporando as determinações históricas do desenvolvimento da economia e de sua relação com o sistema internacional. Nesse momento, constataremos a importância da dimensão puramente financeira desde o início da formação da dívida pública brasileira.

Avançaremos na investigação histórica e incorporaremos os elementos do atual contexto nacional (Pós-Real) e internacional (o retorno dos

fluxos internacionais de capitais), bem como, avaliaremos o impacto desse novo contexto sobre a dívida pública através de um estudo econométrico.

Diante disso, passaremos à exposição de trabalhos empíricos que demonstram existir mais que uma simples ineficácia da política monetária no Brasil; estes estudos sintetizam como essa política tornou-se um fator de desequilíbrio e estagnação econômica.

Depois, faremos uma crítica direta ao referencial teórico da política de endividamento público, que credita ao crescimento da oferta monetária à causa dos processos inflacionários. Estenderemos a crítica através da observação de uma mutação em importantes conceitos da teoria econômica, como moeda e liquidez, no atual contexto da globalização financeira.

Dada a amplitude de significados que pode assumir, o conceito de globalização é muito controvertido no meio acadêmico. Trataremos a globalização como um processo histórico atual, que diferencia-se da transnacionalização produtiva ocorrida em outros momentos da história do capitalismo, pela mutação sistêmica ocorrida no processo de valorização do capital, agora dominado pela lógica essencialmente financeira (BRAGA,1997). Evidentemente esse processo de globalização envolve movimentos de internacionalização produtiva e comercial, embora o determinante, na atualidade, seja o financeiro.

“O capitalismo atual realizou plenamente a tendência a que a existência funcional do dinheiro superasse sua existência material” (BRAGA,1997.pp.223), no sentido de o dinheiro fiduciário ser “emitido pelo Estado, sem lastro no dinheiro-mercadoria - o ouro - mas, também, no sentido de que surgiram inúmeros ativos financeiros que, além de renderem juros, funcionam como quase-moeda ” (BRAGA,1997.pp.224).

A forma contemporânea de operação das corporações, hoje caracterizada por diferentes tipos de empresas interligadas patrimonialmente, fundamenta o processo de financeirização, na medida em que, com grande poder, manejam o dinheiro e as quase-moedas na circulação industrial e na circulação financeira, bastante interconectadas. No passado, o primeiro tipo de circulação era realizado pela indústria e a movimentação econômica pelos bancos (BRAGA,1997).

A liberalização do comércio é um fato importante, mas que possui algumas limitações. Primeiramente, ela não indica a existência de uma produção verdadeiramente global, uma vez que a produção capitalista ainda se

baseia no capital fixo, o qual cria ineficiências por não ser transferível no espaço sem implicar em custos consideráveis. E é exatamente essa imobilidade espacial, como também temporal, da capacidade física de produção que leva o processo de globalização financeira a ser mais profundo. Apesar disso, o comércio mundial apresenta taxas de crescimento superiores às taxas do PIB dos principais países (KREGEL,1996).

Outra limitação reside no fato da liberalização do comércio possuir um papel parcial de integração em algumas regiões. Essa formação de blocos regionais é resultado da estratégia de integração dos processos de produção (NAFTA) e de processos políticos (UE). Isso acentuou a polarização econômica devido à crescente marginalização de muitos países, já que o destino reservado a eles está diretamente relacionado ao lugar que lhes é atribuído no comércio internacional. Essa liberalização do comércio exterior, organizada pelo GATT, pela UE e pelo NAFTA, não se deu em um mundo constituído de entidades soberanas, continuando o sistema mundial fortemente hierarquizado (CHESNAIS,1996).

Na verdade, o principal agente integrador do comércio são as atividades verticalizadas e diversificadas das multinacionais. Isso quer dizer que passou-se de uma economia de especialização internacional para a formação de um espaço concorrencial, onde as diferenças entre mercado doméstico e mercado externo ficam cada vez mais imprecisas. Nessa perspectiva, a concorrência se dá cada vez mais diretamente entre companhias (CHESNAIS,1996).

A revolução científico-técnica proporcionou a substituição de várias matérias primas naturais por sintéticas. Aparentemente, esse processo intensificou a polarização econômica, pois “a responsabilidade não pode ser abstratamente atribuída à ciência e técnica, mas a um determinado quadro de

relações sociais entre países, os quais, longe de ajudarem os países golpeados pelo perigo de desconexão a gerir uma transição já difícil, exige deles, que paguem as dívidas e lhes impõe a recessão forçada pelo ajuste estrutural” (CHESNAIS,1996.pp.222).

Outra característica importante relaciona-se à destruição de determinados tipos de intercâmbio, bem como a intensificação de outros, pelo Investimento Estrangeiro Direto (IDE). As exportações foram impulsionadas mais com uma grande inflexão a favor dos produtos intermediários. Nesse aspecto, ressaltamos o comércio “intracorporativo”, predominando o comércio entre filiais nos países avançados e entre matrizes e filiais para os países em desenvolvimento. As conseqüências desse processo são: o aumento das importações e o *déficit* comercial para os países em desenvolvimento (CHESNAIS,1996).

Diante desse quadro, poder-se-ia pensar que as políticas de competitividade devessem estimular as exportações, quando elas devem transcendê-las. Geralmente as políticas de competitividade são maquiadas ou respaldadas por advogados especializados em justificar sua utilização, pois se o Estado previdenciário está em crise, a intervenção estatal nas relações econômicas internacionais e na sustentação da competitividade das companhias nacionais é um imperativo. “Essa concorrência comporta perdedores e ganhadores. Pressupõe uma ruptura radical com relação aos postulados que fundamentam a teoria dominante de comércio internacional, embora bem poucos economistas digam isso publicamente” (CHENNAIS,1996.pp.234).

2.1 Formação Histórica

Foi no período de 1820-1913 que a economia, bem como o sistema financeiro, começaram a ser considerados globais. O sistema monetário era o padrão-ouro-libra esterlina, e o regime cambial era de taxas fixas. Nesse período, o volume das exportações aumentou cerca de trinta vezes.

No entanto, o período de maior crescimento econômico foi o correspondente ao sistema de Bretton Woods, com taxas de câmbio fixas e padrão monetário ouro-dólar.

Na época da II Guerra, o comércio mundial estava fragilizado e, com a ausência de uma moeda forte e a heterogeneidade monetária, houve efeitos recessivos sobre a economia. Isso acontecia pela fragilidade da antiga hegemonia britânica e pelo surgimento de uma nova potência, no caso, os EUA.

Exatamente sob a liderança dos EUA se deu a superação desse período de transição política e econômica. Foi da conferência de Bretton Woods que saíram as propostas de reordenamento político e financeiro.

Nesta conferência, a correlação de forças beneficiava a economia americana em detrimento da britânica, que teve sua hegemonia definitivamente superada diante da aprovação das medidas propostas pelos americanos, principalmente por Harry White, técnico do Departamento de Tesouro Americano.

O padrão monetário proposto por White estabelecia o ouro como instrumento de reserva internacional, e, toda moeda poderia adquirir o status de meio de pagamento se fosse conversível em ouro. Esse princípio de conversibilidade pressupunha uma igualdade teórica das moedas, desde que as

balanças de pagamentos e a correspondente distribuição do ouro entre países estivessem em posição de equilíbrio relativo.

Como os EUA concentravam a maior parte do ouro existente e contavam com um comércio exterior fortemente superavitário, o país podia manter a conversibilidade da sua moeda em ouro, o que tornava o dólar a divisa chave e a moeda reserva obrigatória. Assim, institucionalizou-se um padrão monetário que podia ser denominado de padrão ouro-dólar.

Nessa época, a prosperidade foi transmitida para os países menos desenvolvidos através do comércio internacional, da ajuda externa e do investimento estrangeiro direto (DAVIDSON,1996).

A integração econômica visualizada sob a égide do padrão monetário de Bretton Woods, caracterizada pelo conceito de círculo virtuoso cumulativo, propiciou a exacerbação da concorrência intercapitalista (FANJZILBER,1983). Esta integração, embora diminua as diferenças em termos de níveis de desenvolvimento, mantém uma determinada hierarquia (novas formas de dependência) entre as economias mundiais. Foi o acirramento da concorrência que determinou a instalação de empresas multinacionais nos países em desenvolvimento, isto é, naqueles que encontravam-se relativamente à margem do processo de inovação tecnológica.

Outra característica importante da “era de ouro do desenvolvimento econômico” relaciona-se com o princípio de que, os países credores dividiam com os devedores a responsabilidade pela resolução de desequilíbrios de pagamentos internacionais. Foi nesse contexto que foi implementado o Plano Marshall, com o qual os EUA ofereceram-se para pagar os potenciais *déficits* comerciais europeus que seriam necessários para a reconstrução da Europa. Isso permitiu que não existisse queda nos produtos

exportados pelos EUA que, pela primeira vez em sua história, não sofreram uma recessão grave, imediatamente após o fim de uma guerra.

A canalização de recursos para as economias subdesenvolvidas acaba por aprofundar a concorrência entre os EUA e os países da Europa. Isso levou a uma considerável perda de competitividade dos EUA, principalmente para as economias européias e para o Japão.

A perda de competitividade americana em produtos industriais culminou na passagem de uma balança comercial americana de superavitária para deficitária. Com uma balança de capitais historicamente deficitária, a economia americana passa a fechar seu balanço de pagamentos com queima de reservas e com as remessas de lucros das subsidiárias americanas no exterior. Então, as reservas para expansão da emissão de dólar são esgotadas, o volume de dólares em circulação não corresponde mais à equivalência de 1 onça de ouro para 35 dólares. Inicialmente, o que sustentou essa situação foi a confiança no dólar e, posteriormente, as medidas de controle de saídas de capital e de fluxos de capital vindos do exterior.

Diante desses controles das saídas de capital, os bancos americanos procuram se defender através de suas filiais européias. Surge então o Euromercado, associado ao circuito de dólares fora dos EUA e consolidando a internacionalização dos bancos. Assim, os EUA vão gradativamente perdendo o controle sobre sua política monetária interna e, conseqüentemente, sobre a circulação dos dólares.

Também os países superavitários, nesse momento, convertiam suas receitas de exportação em direitos de saque das reservas de ouro americanas. Esses processos simultâneos levaram ao esgotamento das reservas dos Estados Unidos, que revogaram unilateralmente em 1973 o acordo de Bretton Woods, ou seja, a paridade fixa entre ouro e dólar.

Foi exatamente a deterioração da capacidade relativa dos EUA de exportar que trouxe as sementes de destruição do sistema de Bretton Woods, mesmo porque nenhum outro país credor posicionou-se para exercer o papel que vinha desempenhando os EUA.

Igualmente fundamentais foram o aquecimento inflacionário nos EUA em 1972 e a crise do petróleo em 1973. Desde então, o regime de crescimento rápido começou a se desestruturar e a inflação continuou crescendo. Era um processo de estagflação. Também é preciso considerar, para entender o processo estagflacionário, que nos “anos dourados”, as expectativas eram de confiança na perpetuação do passado. Isso levou ao sobreendividamento dos agentes e ao aumento de suas fragilidades financeiras. As taxas de juros aumentaram, pondo em dificuldades os agentes superendividados. Nesse contexto, as avaliações pessimistas retornam, as empresas reduzem suas atividades e o crescimento diminui.

No entanto, apesar da crise do padrão monetário, o dólar continuou desempenhando o papel de moeda internacional, embora as taxas de câmbio não fossem mais fixas. Portanto, não chegou a existir o rompimento total com as regras de Bretton Woods. As relações de poder que davam sustentação ao padrão ouro-dólar são agora menos rígidas, com outros países desenvolvidos capazes de influenciar e determinar a dinâmica e os parâmetros de funcionamento do mercado monetário internacional, através de suas políticas monetária e cambial. Contudo, os EUA continuam mantendo a influência maior, sendo sua política monetária o principal condicionante dos fluxos de capitais e das taxas de juros em nível mundial. Isso foi assegurado, principalmente, quando o FED decidiu em outubro de 1979 elevar as taxas de juros.

No período de 1979 a 1985, com os juros altos e a política monetária restritiva, ocorre um processo de valorização do dólar e concomitante desvalorização das outras moedas relevantes. Desde então, o FED pratica, nas palavras de TAVARES (1997) “a diplomacia do dólar forte”, a qual mudava de ênfase, e até de direção, conforme as conveniências da economia americana¹, objetivando restaurar a sua plena posição hegemônica.

Assim, começou-se o questionamento das políticas pós-segunda guerra, e a luta contra a inflação passou a ter prioridade. Dessa forma, as políticas de caráter Keynesiano, fundadas na mediação entre pleno emprego e estabilidade de preços, são abandonadas. A política monetária passa a ser o principal instrumento de política econômica e impõe-se uma concepção liberal do papel do Estado.

Uma das conseqüências do abandono das políticas públicas de inspiração Keynesianas e das políticas de elevações salariais regulares foi a redução da previsibilidade da demanda em nível das empresas. Estas e os trabalhadores assalariados viram-se num contexto de crescente incerteza quanto aos seus rendimentos futuros, e isso levou à instabilidade do investimento (BILLAUDOT citado por PLIHON,1996).

As políticas restritivas monetaristas tiveram êxito no seu objetivo principal, ou seja, na desaceleração da inflação. No entanto, criaram novos desequilíbrios que até hoje repercutem na economia.

A desaceleração inflacionária não baixou as taxas de juros nominais e, conseqüentemente, elevou as taxas de juros reais. Esse novo patamar das taxas reais corresponde a um novo modo de regulação financeira internacional, na qual o credor tem forte influência sobre o devedor. “A taxa de

¹ “ As flutuações das taxas de juros e câmbio ficaram novamente amarradas ao dólar, e através delas o movimento da liquidez internacional foi posta a serviço da política fiscal americana” (TAVARES, 1997.pp.34).

juros alta traduz a relação de forças doravante favorável aos detentores do capital financeiro” (PLIHON,1996.pp.89).

As altas taxas de juros levaram à deterioração das finanças públicas, isto é, os *déficits* e as dívidas públicas começaram a crescer mais rápido do que o PIB. Com isso, os tesouros nacionais não puderam mais contar apenas com os investidores nacionais e iniciaram um processo de liberalização, desregulamentação e modernização financeira, para satisfazer as suas necessidades de financiamento através da participação dos investidores estrangeiros. Esse encadeamento iniciou-se nos EUA, que passaram de uma situação de equilíbrio, no final dos anos 1970, para um *déficit* estimado de 3,8% do PIB em 1983 (PLIHON,1996.pp.95). Simultaneamente, o *déficit* em conta-corrente americano também seguiu a mesma direção. Assim, os EUA recorreram aos investidores internacionais, o que acarretou uma profunda reorientação dos movimentos de capital internacional. Trata-se do aprofundamento da economia e dos mercados financeiros globais, ou seja da globalização financeira (PLIHON,1996).

Influenciados pelos EUA e pelo FMI, como também pela necessidade² de financiar seus *déficits*, os países em desenvolvimento, também, liberalizaram suas economias, e passaram a constituir os chamados mercados emergentes (PLIHON,1996).

No início, a globalização era explicada pela necessidade de financiar os desequilíbrios do balanço de pagamentos. Mas, posteriormente, os fluxos financeiros internacionais progrediram de forma que os montantes ultrapassaram, em grande escala, as necessidades dos desequilíbrios mundiais.

² O financiamento de *déficits* através da emissão de títulos públicos e não com a simples emissão de moeda tem como referencial o pensamento econômico hegemônico, isto é o monetarismo. Para essa corrente, a emissão de moeda inflaciona; no entanto, o que se observa é que a utilização da dívida não evita a emissão de moeda.

Esse amplo crescimento das finanças corresponde a uma mutação sistêmica, na qual a natureza do sistema financeiro internacional tornou-se especulativa (BOURGUINAT citado por PLIHON,1996). Isso quer dizer que o capital internacional, atualmente, possui sua própria lógica, a qual relaciona-se apenas indiretamente com o financiamento do comércio e dos investimentos produtivos.

Nesse contexto, os agentes tendem a se abstrair dos fundamentos reais da economia e a centrarem-se em pesquisas de opinião quanto à tendência do mercado (PLIHON,1996). Por conseguinte, as operações limitam-se a um vai-e-vem entre moedas e diferentes instrumentos financeiros.

A desregulamentação foi um dos elementos motores da globalização financeira, pois acelerou a circulação internacional de capital financeiro e aumentou a volatilidade do sistema. A instabilidade foi potencializada pelo maior movimento autônomo de capitais, cuja rentabilidade não guiou-se pela esfera real da economia, como continua ocorrendo nos dias de hoje.

Uma das conseqüências da natureza especulativa das finanças foi a perda de autonomia da política monetária dos estados nacionais, que passam a ser ditadas pelos investidores estrangeiros que detêm grande parte dos títulos das dívidas públicas.

2.2 O real significado da diplomacia do dólar forte

Com a política monetária austera, a qual forçou a valorização do dólar, o FED retomou o controle dos seus próprios bancos, refugiados no Euromercado, e do resto do sistema bancário privado internacional. Este foi obrigado a contrair o crédito, diminuindo o ritmo de suas operações. A redução

dos empréstimos foi ainda mais significativa para os países da “periferia” que, depois do *default* mexicano, orientaram-se largamente para os EUA. Como este país apresenta um *déficit* fiscal³ decorrente da política de juros altos e da política armamentista, o sistema bancário internacional obrigatoriamente financia a dívida pública americana.

“Esta dívida é o único instrumento que os EUA têm para realizar uma captação forçada da liquidez internacional e para canalizar o movimento do capital bancário japonês e europeu para o mercado monetário americano” (TAVARES,1997.pp.35). No entanto, ela constitui um instrumento financeiro seguro e de alta rentabilidade para os capitais rentistas.

Além disso, “as transações comerciais das grandes empresas transnacionais e os preços praticados mundialmente estão denominados em dólar, qualquer que seja a paridade cambial nos diversos mercados nacionais. Isso significa que o dólar não é mais um padrão de valor no sentido tradicional dos regimes monetários internacionais anteriores, mas cumpre o papel mais importante de moeda financeira⁴ em um sistema desregulado onde não existem paridades cambiais fixas, vale dizer, onde não há padrão monetário rígido” (TAVARES,1997.pp.64).

As especulações contra as demais moedas conversíveis internacionalmente tornaram-se mais comuns a partir de 1989. Para TAVARES (1997), elas não ocorrem por causa das posições de reservas cambiais dos seus respectivos bancos centrais, mas sim porque o valor do dólar é fixado pela taxa de juros americana, que funciona como referência

³ A caracterização fiscal dada aos *déficits* tem como referência a teoria monetarista. Para outras correntes do pensamento econômico a caracterização mais correta seria a de *déficits* monetários ou financeiros, pois estão relacionados ao pagamento de juros.

⁴ Nos dias de hoje não se define o dólar em termos de cesta de bens e suas principais funções são: prover liquidez instantânea em qualquer mercado, prover segurança nas operações de risco e unidade de conta da riqueza financeira. Isto é, relacionam-se à segurança e arbitragem (TAVARES,1997).

básica do sistema financeiro internacional, dada a capacidade dos EUA em manter sua dívida pública como título de segurança máxima do sistema.

A coordenação das políticas por parte de todos os bancos centrais relevantes é feita sob o comando do FED. O papel deste “como representante do governo americano e gestor da moeda referência, em que está fundado o sistema financeiro internacional, transcende de muito o seu papel como banco central clássico” (TAVARES,1997.pp.70). Para os demais bancos centrais relevantes resta a contradição com as políticas nacionais.

O mundo Pós-Bretton Woods não opera mais baseado somente em reservas bancárias e cambiais dos bancos centrais. Com a endogeneização das moedas interbancárias em nível mundial, o mais importante não é mais controlar a quantidade de moeda, mas sim, se há lastro em moeda financeira de origem pública.⁵

De acordo com MIRANDA (1997.pp.261-262), “as moedas emitidas pelos bancos centrais são as unidades de conta do estoque de riqueza acumulada e base legal para a denominação de contratos. Por essas razões, nenhum sistema financeiro pode funcionar sem alguma moeda exógena. O sistema pode criar moeda financeira endógena que está sujeita à avaliação privada e à arbitragem de seus agentes, mas não pode liquidar posições criando moeda de livre disposição, de curso forçado e de aceitação generalizada. Esta depende da existência de moedas exógenas cujas emissões, até o presente momento, são prerrogativas dos bancos centrais nacionais. São elas (emissões dos bancos centrais) que provêm ao sistema financeiro ou aos títulos de emissão privada a confiança necessária à sua reprodução ao longo do tempo”.⁶

⁵Isso é fundamental para a análise da (ir)relevância da política monetária de emissão de dívida pública.

⁶Eis porque a dívida pública não evita a emissão de moeda no atual contexto da globalização financeira.

Depois de 1988, quando se completou a desregulação dos países capitalistas avançados, amplia-se o volume de operações de *hedge* e arbitragem financeira. Isso leva ao crescente risco sistêmico, o que leva a um novo aumento dessas operações de administração de riscos. O dólar está crescentemente presente nessas operações, tornando-se a moeda referencial financeira básica da economia internacional. Ele torna-se o denominador comum da financeirização crescente e dos mercados globalizados (TAVARES,1997).

2.3 Características da financeirização

Nesse novo contexto, a intermediação financeira clássica foi enormemente substituída pela participação direta dos tomadores no mercado financeiro. “Diferentemente do que ocorreu no pós-guerra, até o início dos anos 1980, a transformação das poupanças em créditos bancários cedeu lugar à finança direta, mobilizada através dos mercados de ativos” (BELLUZZO,1997,pp.176). Na prática o sistema bancário perdeu o monopólio do crédito e dos sistemas de pagamentos. Esse processo também beneficiou-se da quebra do monopólio dos bancos sobre as informações, dado a revolução nas tecnologias de informática e de comunicação que tornou-os mais acessíveis e aumentou a eficiência dos mercados financeiros em termos de volume e velocidade. Além disso, a desintermediação dos mercados financeiros tornou as operações menos custosas, já que os percentuais de intermediação foram reduzidos.

Os títulos e ações são os principais instrumentos utilizados por terem a vantagem de serem mais líquidos, dada a existência do mercado secundário que amplia a liquidez à margem dos Bancos Centrais. Nas palavras

de BRAGA (1997.pp.224), “Estamos, portanto, em um universo de dinheiros que combinam liquidez e rentabilidade, alterando a noção de preferência pela liquidez”⁷.

Sendo internacional e globalizado, o atual sistema financeiro conta com a participação de pequenos investidores, através dos investidores institucionais, mais precisamente os fundos de pensão e alguns fundos mútuos de investimento.

O processo de desregulamentação propiciou o surgimento de novos instrumentos financeiros. Conhecidos por futuros e derivativos, esses arranjos financeiros possuem valorização e retorno determinado pelo comportamento de mercados subjacentes, como ações, taxa de juros e câmbio. Esses instrumentos possuem a vantagem de serem personalizados, podendo adaptar-se às necessidades de portfólio dos diversos investidores. São na realidade, instrumentos de administração do risco que, embora no sentido microeconômico, não eliminam o perigo sistêmico.

A relação entre as dimensões produtiva e financeira na globalização monetária está sendo marcada pelo notável aumento da importância das operações puramente financeiras dos grupos industriais no ambiente de estagflação. Foi nesse aspecto que as empresas industriais priorizaram suas aplicações em títulos que dependiam muito menos das vicissitudes do capital industrial. Assim, a dimensão financeira foi, cada vez mais, sobrepondo-se à dimensão produtiva.

Isso foi possível graças à liquidez dada aos títulos no mercado secundário e pela garantia de resgate desses títulos pelos governos que, de acordo com GUTTMANN (1996), precisam zelar pela dimensão de bem

⁷ Esse aspecto também é importante para a análise do endividamento público, e será aprofundado no capítulo três.

público da moeda. Para ele, a natureza da moeda é contraditória, pois, ao mesmo tempo que é um bem público ela possui aspectos de mercadoria privada.

Os governos ajudaram nessa concepção das finanças como indústria, pelo processo de desregulamentação e como emissores de moeda para pagamento dos juros da dívida pública. É, dessa forma, que a dívida pública torna-se inócua e serve, apenas, para alimentar o processo de financeirização.

A esfera financeira deve dar lucros como qualquer outro setor. Também no setor privado essa valorização do capital é essencialmente especulativa, na medida que auferir rendimentos futuros de outros agentes que estão ligados à esfera produtiva. Ou seja, trata-se de lucros não reinvestidos na produção, parcelas de lucros cedidas ao capital de empréstimo sob a forma de juros, salários diferidos guardados nos fundos privados de aposentadoria, etc. Isto é, a esfera financeira alimenta-se da riqueza criada pelo investimento no setor real, e sua autonomia é relativa (CHESNAIS,1996).

Além de especulativo, os mercados financeiros globalizados possuem uma natureza altamente instável e volátil. Isso porque a proliferação das novas formas de moeda bancária privada impede, cada vez mais, que os bancos centrais assegurem o equilíbrio entre as dimensões contraditórias da moeda.

No sistema financeiro anterior, hierarquizado, era possível visualizar nitidamente a separação entre moeda e outros ativos financeiros. Hoje, dada a desregulamentação e o próprio perfil dos agentes relevantes nos mercados globalizados, não mais especializados e sim ofertantes de diversos serviços financeiros, fica extremamente difícil a fiscalização e controle por parte das autoridades monetárias (BELLUZZO,1997).

O controle monopolista do banco central sobre o sistema de pagamentos tem sido desafiado pela rápida difusão dos sistemas de pagamentos operados de forma privada. O Euromercado, por exemplo, introduziu uma moeda privada apátrida, cuja emissão e circulação, por entre uma rede bancária globalmente integrada, fugiu ao controle dos bancos centrais. Essa proliferação de representações de moeda e sistema de pagamentos relativamente livres de regulação reforçou a dimensão de mercadoria privada da moeda. Esse processo limita a capacidade dos bancos centrais de administrar a criação e circulação da moeda (GUTTMANN,1996). Esse é, também, um aspecto fundamental para a observação da política monetária com referencial monetarista.

O alto grau de privatização e regulação de mercado torna as economias menos estáveis. “Assim, na medida em que a desregulamentação da moeda creditícia agrava a instabilidade no sistema bancário, os governos são obrigados a assegurar a qualidade de bem público da moeda, através do auxílio a bancos em crise. Infelizmente, tais extensões de prestamista de última instância tendem a, reforçar a instabilidade. Uma vez que os banqueiros tenham entendido que podem contar com auxílio automático por parte do governo em caso de falência, podem sentir-se tentados a seguir estratégias ainda mais arriscadas” (GUTTMANN,1996.pp.60). Para ele, as intervenções dos bancos centrais, como prestamistas de última instância, criam situações de risco moral.

A atração pela especulação com divisas deriva de sua capacidade de valorizarem-se independentemente do resto da economia. A negociação de moeda correntes nacionais é uma aposta sobre o desempenho das políticas dos Estados Nacionais. “Hoje, as transações com câmbio alcançam US\$ 1,400

bilhões por dia, dos quais, na melhor das hipóteses, apenas 15% se constituem de comércio e fluxos de capital de longo prazo” (GUTTMANN,1996.pp.69).

Para GUTTMANN (1996), enquanto a moeda privada bancária se tornou essencialmente apátrida, movimentando-se em escala global na busca constante de melhores retornos, nosso sistema monetário internacional ainda se baseia em moedas nacionais servindo como moeda mundial.

Sérios constrangimentos cambiais decorrem da coexistência de mercados financeiros “globalizados” com um sistema internacional “plurimonetário”. A estreita interdependência entre as expectativas que se formam nos mercados cambiais e financeiros tem criado fortes restrições à implementação das políticas macroeconômicas, e o mecanismo de transmissão dessas políticas depende do grau de interdependência dos mercados financeiros nacionais. Por exemplo, políticas expansionistas, ou seja de declínio das taxas de juros, podem encontrar limites na necessidade de preservação das paridades cambiais (BELLUZZO,1997).

As recentes crises financeiras internacionais, aparentemente, originam-se em falhas na coordenação das políticas nacionais. Na verdade, elas são produto da não convergência de interesses e objetivos das diversas políticas econômicas nacionais.

Se não vejamos, “ a crise da bolsa de outubro de 1987 irrompeu por um desacordo público entre as autoridades americana e alemã, quanto à política das taxas de juros; os alemães opoando-se à política monetária americana frouxa. Do mesmo modo, a crise cambial que desestabilizou o sistema monetário europeu em 1992/1993 foi provocada pelo fato de que a Alemanha, sob o choque expansionista da reunificação, impôs políticas inadequadas a seus parceiros expostos à recessão” (PLIHON,1996.pp.118).

Depois da crise mexicana, em 1994, as taxas de juros americanas de curto prazo declinaram como forma de aliviar as tensões que se propagavam para outros mercados emergentes. Simultaneamente, iniciou-se uma fase de desvalorização do dólar em relação ao marco e ao iene, que só foi revertida no segundo semestre de 1995, através de ação coordenada (baixa das taxas de juros) dos bancos centrais alemão e japonês. Caso essa coordenação não tivesse sido possível, provavelmente o FED teria de elevar as taxas de juros, criando um impasse entre a necessidade de sustentar o dólar e evitar uma crise global nos mercados financeiros, a partir do colapso dos países emergentes (BELLUZZO,1997).

Para BELLUZZO (1997) “as tentativas de assegurar a centralidade do dólar nas transações internacionais ensejaram o surgimento de um instável e problemático sistema de paridades cambiais flutuantes. Os acontecimentos recentes têm demonstrado que as flutuações entre as moedas centrais tem sido dramáticas.” No curto espaço entre início de 1996 e julho de 1997, ocorreram valorizações e desvalorizações de até 50% entre o dólar e as outras moedas fortes: o marco e o iene (BELLUZZO,1997.pp.186).

Essas coordenações monetário-cambiais são instáveis, pois a posse das reservas internacionais é dominada pelo Japão, enquanto que a moeda pública dominante é a americana.

2.4 Fragilidade e dinâmica especulativa

Seria ingenuidade pensar que, nos mercados financeiros, não existam estratégias “ganhadoras acima da média” advindas da existência de assimetrias de poder e de informação. Os grandes bancos, fundos de investimento, tesourarias, são dotados de grande poder e influenciam a opinião

dos “mercados”; são, na verdade, formadores de opinião (BELLUZZO,1997). Dessa forma, são responsáveis pelo estado das convenções que dão suporte às ondas de especulação e também, como veremos, pelas quebras desse estado de convenções, que acabam em fortes movimentos deflacionários.

Quanto mais inesperados forem esses movimentos de deflação dos ativos, maior será o número de agentes que terão perdas patrimoniais. Isso pode levar à ruptura da cadeia de pagamentos e gerar uma crise sistêmica de liquidez. Nesses momentos, as autoridades monetárias, geralmente, intervêm refinanciando os agentes⁸.

Os desequilíbrios patrimoniais vêm à tona com as súbitas reversões dos ciclos de inflação dos ativos, que estavam encobertos na fase altista, onde ocorreram rápidas valorizações (sobrevalorizações) dos ativos das empresas e de suas ações, bem como do patrimônio financeiro das famílias. Esse estado de expectativas permite o sobreendividamento dos agentes, possivelmente impulsionando o consumo, o investimento e a própria valorização financeira da riqueza.

Em determinado momento os agentes mais ágeis percebem que os ativos estão sobrevalorizados e que as taxas de longo prazo estão baixas se comparadas às expectativas de inflação e precipitam um *sell off*, provocando uma espiral baixista do preço dos ativos. A deflação dos preços revela a fragilidade financeira e os efeitos sobre o nível de atividade são recessivos (BELLUZZO,1997).

Para BRAGA (1997), a dinâmica descrita pode ser demasiado simplificada. Isso porque, atualmente, a especulação é sistêmica e não apenas

⁸Eis outro momento no qual pode existir emissão de moeda. Posteriormente as autoridades monetárias emitem dívida para enxugar a liquidez, e é esse processo que alimenta a financeirização. Com isso, as autoridades possibilitam a não insolvência dos agentes privados, mas compromete a solvência do governo federal.

um momento do ciclo. A especulação é permanente, e a riqueza financeira pode sustentar patamares inusitados de valorização em relação à riqueza real, demonstrando capacidade de revalorização mesmo quando sofre quedas significativas.

“Na financeirização, o que se tem assistido é uma valorização dos ativos que, *sistematicamente*, “corre à frente” dos ganhos operacionais, como que tornando “perene” o lucro fictício embutido na riqueza mobiliária” (BRAGA,1997.pp.233). Se ocorre uma desvalorização, ela não converge, necessariamente, para os fundamentos (valores reais), ocorrendo, logo após, a retomada da capitalização financeira. Isso é o contrário da dinâmica do capital fictício descrita por HILFERDING (1963) citado por BRAGA (1997), na qual, depois de um período de valorização e *crash*, sucedia-se a retomada de crescimento da economia real e o preços dos ativos convergiam para seus valores fundamentais.

De acordo com KREGEL (1996.pp.48), na época da conferência de Bretton Woods as atenções estavam voltadas para os desequilíbrios do balanço de pagamentos, relacionados a fluxos comerciais. Hoje, com a crescente integração financeira, as preocupações relacionam-se também aos fluxos financeiros e às políticas monetárias e cambiais.

Para KREGEL (1996), “os problemas trazidos pelo crescimento da integração financeira da economia mundial, para políticas econômicas internas não podem ser resolvidos, apenas, pela confiança de que as forças de mercado coordenem e controlem as atividades econômicas⁹. A resolução de conflitos de políticas ...não pode ser levada a cabo pelo mercado ou por intervenções de âmbito nacional, ou regional. Ela deve dar-se no mesmo nível

⁹Quando da intervenção de última instância, fica claro que não é o mercado que resolve os conflitos, ou seja, ele não “encontra” mecanismos de correção automáticos que refletem uma mudança desmotivada do comportamento dos agentes. É efetivamente a intervenção do BACEN que induz essas mudanças.

em que as firmas operam - o nível global. Nem as várias iniciativas do setor privado em fornecer auto-regulamentação, nem a extensão do alcance das presentes instituições multilaterais de empréstimo são suficientes para fornecer o controle necessário...isso, se deve em parte, ao alcance desigual da globalização em relação ao comércio e às finanças”.

A coordenação das políticas deveria se dar no âmbito de uma instituição global. Os atuais organismos ditos internacionais não têm a capacidade de tal coordenação. O FMI, por exemplo, é administrado com base em cotas determinadas pela importância econômica, não tratando-se de fórum democrático. Em circunstâncias importantes o FMI atuou *ex post* às crises, como no caso da desvalorização do peso mexicano, em 1994. Nesse fato ficou evidente a limitação do FMI, como prestamista de última instância, pois não foi capaz de assegurar o empréstimo necessário à economia mexicana para fechar suas contas. Esse papel foi exercido fundamentalmente pelos EUA, os quais teriam suas exportações para esse país, consideravelmente abaladas, diante da insolvência da economia mexicana.

2.5 Efeitos da Globalização Financeira

Teoricamente, o efeito mais danoso desse processo foi a debilitação das condições de acumulação do capital industrial. As políticas ortodoxas de taxas de juros elevadas e de austeridade fiscal afetam os mercados de produtos e insumos, deflacionando seus preços e acelerando o processo de reestruturação industrial. Isso ocorre às custas da elevação do desemprego estrutural e da estagnação das rendas não financeiras. Esse tipo de política torna mais difícil que se invista no longo prazo “na qualificação da força de trabalho, na organização cooperativa, em tecnologia e em novas

estruturas industriais, fatores essenciais para o crescimento sustentado” (GUTTMANN,1996.pp.73).

Para GUTTMANN (1996), a moeda possui um papel central nas economias capitalistas avançadas, dominando a economia como representação única da renda e capital. Trata-se de uma instituição social complexa, que está sujeita a mudanças históricas, e sua evolução tem um papel importante em moldar o padrão de crescimento das economias.

É nesse sentido que devemos observar as mudanças ocorridas com a evolução histórica do capitalismo, para avaliar a validade dos pressupostos teóricos que dão suporte às políticas econômicas que são implementadas. Isto é, observar se a realidade confere com os pressupostos dos modelos econômicos.

3 **INSERÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA NA GLOBALIZAÇÃO**

A idéia inicial, desprovida de uma pesquisa empírica e histórica que alguém poderia ter de globalização é que, trata-se de um processo universal, contínuo, progressivo e homogêneo restando, portanto, aos Estados Nacionais a condução de uma política eficiente de inserção virtuosa no novo contexto internacional. Esse pensamento tem suporte na crença de que a globalização é resultante exclusivamente das forças de mercado.

Como vimos no primeiro capítulo isso não corresponde à realidade. As decisões político-econômicas tomadas pelos governos dos países centrais, a partir da década de 1970, sobretudo o norte-americano, como também as decisões políticas e econômicas tomadas, de forma cada vez mais concentrada, por alguns bancos e oligopólios mundiais são determinantes nesse processo.

O sistema capitalista mundial sempre foi assimétrico e hierarquizado, articulado em torno de grupos hegemônicos, e agora não é diferente. Alterou-se a forma de como é exercida a hegemonia e a organização da hierarquia dos Estados Nacionais, mas a essência das relações político-econômico e sociais foi mantida. Assim a globalização não está isenta de contradições.

Para ilustrar que ainda existem hegemonias, observamos que em 1995, descontados os investimentos financeiros e especulativos, restaram US\$ 315 bilhões de IDE, 70% dos quais destinaram-se a própria tríade¹⁰. Com relação às multinacionais, $\frac{3}{4}$ do valor agregado destas, é agregado nos países de origem (FIORI,1997.pp.234).

¹⁰ A tríade mencionada é composta por Estados Unidos da América, Alemanha e Japão.

Sob essa perspectiva é que avaliaremos a inserção da economia brasileira no atual contexto internacional, não esquecendo de fazer uma rápida retrospectiva histórica, de modo a compreendermos a sua evolução.

3.1 Dependência Externa Estrutural

Historicamente, a economia brasileira sofreu fortes crises cambiais (1930/1937/1952, etc), onde observou-se um comportamento cíclico das condições externas. Em dado momento, essa restrição serviu como elemento dinamizador do crescimento econômico brasileiro, incentivando a implementação do modelo de substituição de importações.

O estrangulamento externo foi indutor do processo de desenvolvimento, à medida que havia, internamente, uma demanda reprimida por importações, que ao serem substituídas expandiam o próprio mercado interno, o qual gerava uma nova demanda de importações, que resultariam em nova restrição cambial, que incentivava uma nova onda de substituição de importações (TAVARES,1978).

Quando esse processo atinge uma fase avançada, na qual a indústria de bens de consumo já maturou e esgotou a reserva de mercado e ainda e precisa substituir bens de capital e intermediários, a restrição externa deixa de ser um indutor do investimento e passa a ser um obstáculo. Assim, a continuidade do crescimento em condições de estrangulamento externo passa a depender de uma demanda autônoma e da poupança externa.

Foi a partir desse momento que se desenvolveu um padrão de financiamento brasileiro, o qual articulou-se entre o autofinanciamento por parte dos setores oligopolistas, o endividamento externo e a participação do Estado, através de subsídios e fornecimento de infra-estrutura geradora de

economias de escala. De acordo com os setores e períodos de tempo, um ou outro componente do tripé tinha mais importância (CRUZ,1994).

Durante o período do “milagre”, observou-se o superendividamento externo da economia brasileira, isto é, a inchação das reservas de câmbio do banco central. Como resultado da captação externa além da necessidade de financiamento do balanço de pagamentos. O discurso governamental para legitimar esse endividamento referia-se à insuficiência de poupança interna para propiciar a disponibilidade de bens intermediários e de capital, objetivando viabilizar as altas taxas de crescimento. Foi baseado nessa necessidade de minimizar o risco de restrições cambiais que foi anunciada a “política de endividamento externo” (GOMES,1995).

O superendividamento externo, no entanto, para estudiosos como DAVIDOFF CRUZ citado por GOLDENSTEIN (1994), foi determinado, muito mais pelas condições de oferta de capital do que pela demanda. Na prática, esse capital veio aprofundar os laços de dependência da economia brasileira.

A “fortaleza” do Estado Brasileiro, que vislumbrava chegar em nível dos países desenvolvidos por ocasião do II PND, mostrou-se altamente frágil com a alteração desencadeada pela crise do sistema de Bretton Woods e o choque do petróleo no cenário internacional. Nesse momento, as captações externas, até então predominantemente privadas, começam a ser substituídas por captações públicas, que eram necessárias à rolagem da dívida externa e à implementação do II PND. Este acaba explicitando os limites do padrão de financiamento brasileiro, na última década, baseado fundamentalmente em recursos públicos e/ou externos (GOLDENSTEIN,1994).

Com a elevação das taxas de juros internacionais em 1979, o Estado, que era o principal pilar do padrão de financiamento, hoje encontra-se

sobreendividado, estando cada vez mais imobilizado por sua crise financeira. A partir desse momento, e praticamente durante toda a década de 1980, as políticas desses países têm como horizonte somente os ajustes de curtíssimo prazo, que são suficientes apenas para evitar uma explosão hiperinflacionária ou uma crise cambial. A perspectiva de longo prazo, a inserção do país na economia internacional, as dificuldades intrínsecas de um país periférico, retardatário e dependente foram esquecidas (GOLDENSTEIN,1994).

3.2 Padrões de Financiamento, Desenvolvimento e Globalização

“Padrão de financiamento” deve ser definido pela forma como os recursos são mobilizados numa economia. Depende da articulação do conjunto dos agentes responsáveis pela mobilização dos fundos, refletindo assim as relações de poder entre os diversos agentes. Ele não pode ser dissociado das características específicas com que se desenvolve e consolida um padrão industrial, e sua construção confunde-se com o processo de desenvolvimento capitalista, sendo historicamente determinado por um processo complexo. A mudança de padrões de financiamento envolve rupturas difíceis, localizadas na estrutura da economia e nos esquemas de poder vigentes (GOLDENSTEIN,1994).

Esse processo torna-se ainda mais complexo em um ambiente de globalização. Pode-se dizer que caminha-se para um padrão industrial global, onde a concorrência se dá cada vez mais entre corporações e não entre nações. Esse padrão é fortemente determinado pelo desenvolvimento de novas tecnologias e processos. É o desenvolvimento do capitalismo num plano internacional.

É preciso considerar também que o movimento de financeirização da riqueza sobrepõe-se ao de globalização do processo produtivo e comercial. Isto quer dizer que os agentes econômicos e as relações de poder estão mais complexas. Atualmente, desenvolveu-se um novo modo de regulação financeira internacional, na qual o credor tem forte influência sobre o devedor, ou seja, as altas taxas de juros refletem uma correlação de forças favorável aos detentores do capital financeiro (PLIHON,1996). Esse processo tem um impacto desfavorável sobre as condições de acumulação do capital industrial, levando à desaceleração do crescimento econômico mundial. Isso porque mais e mais renda é transferida da esfera real (produtiva) para a esfera financeira, permanecendo nesse circuito. Essa valorização do capital é essencialmente especulativa, na medida que auferir rendimentos futuros de outros agentes que não estão ligados à esfera produtiva (CHESNAIS,1996). Todo esse processo está intimamente relacionado aos novos fluxos de capitais para a economia brasileira a partir do início dos anos 1990.

Apesar de estar em crise há pelo menos uma década e meia, o padrão de financiamento da economia brasileira que se formou no início dos anos 1950, aprofundou-se com a reforma fiscal e financeira de 1964, e teve seu auge durante o II PND, o retorno de capitais externos para a economia brasileira não configura a emergência de um novo padrão, já que não possuímos nenhuma estratégia ou projeto nacional de desenvolvimento em implantação (GOMES,1995). Na verdade, nessa configuração, a economia brasileira mais parece estar a reboque, com uma inserção relativamente passiva diante das transformações da economia internacional.

Esse processo iniciou-se com as renegociações da dívida externa no âmbito do Plano Brady. De acordo com BATISTA (1994), a adoção deste permitiu que o governo norte-americano voltasse a levar em consideração os

interesses do setor exportador negligenciados anteriormente¹¹. “Tal consideração se expressaria pelo endosso à orientação, adotada pelo banco mundial, de condicionar seus empréstimos aos países latino-americanos à prévia adoção por estes de políticas de abertura comercial” (BATISTA,1994.pp.117). Dessa forma, “em contrapartida à consolidação da dívida latino americana a prazo mais longo e com um pequeno desconto, os Estados Unidos obteriam a reabertura dos mercados dos países da região, com o que lograriam espetacular inversão dos fluxos de intercâmbio” (BATISTA,1994.pp.118). Isso porque, na década de 1980, as transferências financeiras para os grandes bancos norte-americanos tinham como contrapartida a redução do mercado externo para a grande indústria dos Estados Unidos. A maior agressividade da política comercial americana, juntamente com a reestruturação da dívida externa, permitiram reunificar os interesses financeiros e industriais do capitalismo americano para a América Latina¹².

Assim, temos que a estratégia comercial dos EUA constitui um elemento central para a compreensão da mudança do contexto macroeconômico dos anos 1980 em relação aos 1990 e a atual inserção internacional brasileira.

Para GONÇALVES (1996.pp.33), uma “inserção estratégica e soberana na economia mundial não é um problema de maior ou menor abertura, mas da natureza das relações, processos e estruturas envolvidas” no desenvolvimento econômico e inserção internacional.

¹¹As exportações americanas para América latina passaram de US\$ 35 bilhões em 1987 para US\$ 92,6 bilhões em 1994, representando cerca de 18% do total de suas exportações. (MEDEIROS, 1997.pp.307).

¹²Provavelmente os grupos industriais e financeiros norte-americanos constituem, hoje, parte das mesmas corporações multinacionais globalizadas.

Por exemplo, a Coréia arrasada pela Guerra Civil, em 1952 teve 70% do seu programa de reconstrução financiado pela ajuda externa norte americana, através de gastos bélicos, para fazer frente à Coréia do Norte comunista (KIM,1993). Nesse período, o IDE teve uma participação bem menos significativa do que nas economias latino-americanas, principalmente no Brasil¹³.

Nos anos 1960, a Coréia passou a uma estratégia de promoção das exportações, onde foi permitida a instalação de filiais estrangeiras voltadas só para o mercado externo, bem como a formação de *joint ventures* que, além de canalizar recursos, permitia a transferência e absorção tecnológica pelo *learning by doing*.

Na realidade, é nessa relação financeira com o exterior que reside, talvez, a maior discrepância entre as economias da Ásia e os de outras regiões em desenvolvimento (GONÇALVES,1996). Os países em desenvolvimento da Ásia procuraram estratégias sólidas que minimizavam a vulnerabilidade externa¹⁴, conciliando a expansão dos mercados internos e as potencialidades dos mercados externos (MEDEIROS,1997).¹⁵

No entanto, os governos da América Latina esperam que o IDE seja a locomotiva de uma nova expansão, apesar dos mercados internos estarem constrangidos pela política de juros altos, e os externos pelas restrições no balanço de pagamentos. Além disso, “a expansão das importações latino-americanas não deve-se apenas a elementos estruturais e contenção forçada dos anos 1980, mas à realização em simultâneo de abertura comercial com

¹³ Isso reduz o impacto futuro no balanço de pagamentos de remessas de lucros, royalties, etc.

¹⁴ Não como a política brasileira de acumulação de reservas, que se baseava na captação de empréstimos externos e não na promoção de exportações competitivas.

¹⁵ Observa-se que os anos noventa trouxeram mudanças profundas para toda a economia mundial. É nesse contexto que devemos observar a crise atual do continente asiático, na qual os produtos exportáveis, apesar de competitivos, não encontram compradores, causando elevação da taxa de desemprego.

valorização cambial, uma combinação distinta da que ocorreu entre os países asiáticos nos anos 1980” (MEDEIROS,1997.pp.307).

Nesse contexto, os capitais, na verdade em maior parte de portfólio, apenas evitam uma crise cambial.

3.3 Tendência Recente de Aumento da Fragilidade Financeira.

O retorno desses capitais é produto da convergência de múltiplos fatores estruturais e conjunturais, sendo a natureza desses capitais especulativa e volátil, pois é vulnerável a qualquer perturbação em uma das variáveis condicionantes.

Os principais condicionantes estruturais são a globalização financeira e o novo sistema financeiro internacional, no qual se destacam o mercado de títulos e de capitais, as reformas neoliberais direcionadas para a liberalização do comércio exterior e da conta de capitais, e a redefinição do papel do Estado.

Como condicionantes conjunturais estão a deterioração das oportunidades de investimento produtivo nos países desenvolvidos, principalmente no início dos anos 1990, expressos em suas baixas taxas de crescimento, e os programas de estabilização econômica centrados nas altas taxas de juros e no câmbio valorizado (GOMES,1995).

No caso da economia brasileira, que ao contrário do México e Argentina só passou a receber significativamente esses fluxos de capital a partir de 1992¹⁶, destacam-se com fatores condicionantes a deterioração das oportunidades de investimento nos países da OCDE e a existência de políticas

¹⁶ Foi nesse ano que se deu a liberalização cambial no Brasil, através da edição no mês de julho da circular n°2242 do Banco Central, que flexibilizou as remessas de dinheiro para o exterior.

monetárias com altas taxas de juros, já que as reformas estruturais (liberais) ainda eram incipientes¹⁷. Isso sugere que os fluxos de capitais para a economia brasileira são primordialmente especulativos.

Nesse sentido, o quadro abaixo mostra que o IDE cai significativamente, chegando em 1993 a apenas 5,5% do total de investimentos. Depois verifica-se uma recuperação que, provavelmente, está relacionada ao processo de privatizações. Logo, a existência desse IDE não significa aumento da capacidade produtiva do país mas, possivelmente, apenas uma transferência patrimonial, podendo até significar desnacionalização da indústria.

Tabela 1
Capitais Externos – Participação %

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Investimentos/total captação	12,82	12,50	29,16	48,76	63,18	51,98	44,49
Portifólio/Investimentos	24,85	52,23	74,46	93,99	79,37	80,54	70,22
Diretos/Investimentos	75,15	47,77	25,54	5,51	8,23	11,73	27,25
Emprést.Moeda/total captação	19,47	37,91	44,85	33,77	20,33	29,48	35,54
Bônus/empréstimos	61,25	74,64	75,48	71,94	70,16	63,16	66,52
Financiamentos/total captação	53,70	35,78	13,11	10,05	10,11	8,49	8,64

Fonte : Boletim Banco Central do Brasil

De acordo com STEINER (1992), é importante ressaltar também que mesmo em países nos quais o volume de IDE foi mais significativo, como o México e Argentina, ele representa apenas uma pequena porcentagem do *superávit* global de capital. O México, por exemplo, recebeu em 1992 US\$ 5.4 bilhões, quantia que representou apenas 22% da entrada global de capitais (STEINER,1992.pp.108).

Como vemos, parte significativa destes capitais são “investimentos” em bolsas de valores (*portfolio*), ou seja, podem entrar e sair

¹⁷A renegociação da dívida externa, por exemplo, só foi concluída em abril de 1994.

no momento em que lhes for conveniente. No entanto, essa foi a forma escolhida pelas autoridades para a inserção da economia brasileira na era da globalização.

Quanto aos bônus, observa-se que eles não possuem o mesmo grau de volatilidade dos investimentos, principalmente os “investimentos” em bolsa, embora os prazos dos lançamentos de empresas brasileiras sejam, se comparados aos níveis internacionais, relativamente curtos. Precisamos considerar também que as taxas de juros são bem mais elevadas que as praticadas nos países desenvolvidos. Ou seja, devem ser analisadas as condições de lançamentos de títulos pelas empresas brasileiras em sua plenitude, bem como avaliar se a conjuntura internacional é favorável para a emissão de bônus. Isto quer dizer que existe um certo grau de dificuldade de captação de recursos através de bônus, pois eles levam em consideração o risco comercial das empresas e o chamado “Risco Brasil”.

Diante disso e dos dados acima, pode-se afirmar que os capitais que ingressam na economia brasileira são capitais de curto ou curtíssimo prazo que estão à procura de valorizar-se sem assumir os riscos inerentes à produção.

Associado a isto, temos que o acúmulo de reservas internacionais na economia brasileira não é produto de saldos superavitários na balança comercial, e nem tampouco representa ganhos de competitividade da indústria nacional. Na realidade, os saldos superavitários que foram obtidos durante a década de 1980 advieram de uma brutal contração interna da economia e, por consequência, das importações.

Ou seja, nossa indústria continua nos marcos da segunda revolução industrial, enquanto que os países desenvolvidos, e até alguns emergentes (tigres asiáticos), estão na era da revolução tecnológica.

Tabela 2
Balança Comercial Brasileira – US\$ 10⁶

1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
-2822,2	1020,4	780,1	6470,4	13089,5	12485,5	8304,3	11171,1

Fonte : ABREU (1992), Anexo estatístico

As determinações da globalização financeira, e principalmente os novos fluxos de capital externo, alteraram a macroeconomia e mudaram o grau e a natureza da restrição externa brasileira (MEDEIROS,1997). A atual fragilidade externa aprofunda a posição residual da economia brasileira nos ajustamentos das finanças globalizadas, que tem como importante condição a estabilidade das taxas de câmbio; na prática uma ancoragem em tempos de livre conversibilidade. Isso representa uma mudança radical em relação à política cambial praticada anteriormente na economia brasileira (MEDEIROS,1997).

A abertura comercial dos países latino-americanos, a pretexto de levar uma maior eficiência produtiva das indústrias nacionais, foi imposta nos marcos do Consenso de Washington, como forma dos EUA defenderem os interesses de seu setor exportador. Com a abertura a economia brasileira volta a ser deficitária comercialmente, depois de uma década de saldos superavitários.

De um modo geral, na formação histórica da globalização, a liberalização das contas de capitais relaciona-se com a necessidade de financiamento do setor público nos diversos países, o que levou a um amplo processo de desregulamentação, de forma a aumentar o mercado para os títulos da dívida pública, antes restrito aos investidores nacionais. Na economia brasileira, pode também estar relacionada à manutenção da moeda nacional valorizada.

A associação da abertura comercial com a liberalização dos capitais levou à ocorrência de elevados *déficits* comerciais e em conta-corrente nas economias “emergentes” da América Latina que passaram a ser financiados por capitais voláteis.

Para FIORI (1997.p.98), o que é ainda mais importante é que “o novo modelo mantém exatamente o mesmo padrão de financiamento externo anterior, só que agora com o endividamento externo se dando em condições nacionais e internacionais mais instáveis do que nos anos 1970”. Isto é, mais importante do que as cifras é a dinâmica (financeira) no qual se dão esses novos fluxos.

É preciso ter consciência de que a abertura comercial e a própria estabilização da economia não fazem parte de um projeto de desenvolvimento nacional, mas atendem principalmente às necessidades do capital globalizado.

Também é ilusão pensar que “os investimentos estrangeiros, além de compensar os desequilíbrios do nosso balanço de pagamentos, possam sustentar, ao mesmo tempo, uma onda de investimentos *asiáticos* capazes de substituir o Estado no comando do crescimento... E, mesmo que este milagre ocorresse, e os investimentos diretos continuassem crescendo, esgotada a temporada das privatizações...o novo modelo de capitalismo desenhado pela estratégia liberal do governo Cardoso não só estará permanentemente exposto, no curto prazo, à possibilidade de interrupção dos fluxos, como, em longo prazo, acabará enfrentando o problema de um desequilíbrio estrutural das suas contas externas, pressionadas pela escalada das importações e das remessas induzidas pela dinâmica endógena de expansão e reinvestimento destes capitais externos” (FIORI,1997.p.98).

Teoricamente, a reversão dos fluxos financeiros, quando estes estão suficientemente relacionados a reformas estruturais, não seria

preocupação relevante. No entanto, depois do *crash* mexicano de 1994, país que teria recebido significativa quantidade de capital externo com base nas reformas estruturais¹⁸, iniciou-se um quadro de instabilidade crescente nas contas externas da América Latina.

O retrato dessa instabilidade pode ser visualizado pelo fato de que, depois da crise mexicana, fugiram do Brasil cerca de US\$ 6 bilhões em dois meses, enquanto que na asiática de outubro de 1997, a fuga foi de US\$ 8 bilhões em apenas dois dias.

O Chile, por exemplo, teoricamente possui uma instabilidade menor dada a menor relação serviços/exportações, menores prêmios de risco e maior controle da conta de capitais¹⁹. O *hot money* quando entra vai direto para o chamado “dormitório”, cofre do Banco Central onde permanecem por noventa dias, além de cobrarem 1% de imposto sobre toda movimentação (ALCÂNTARA,1995).

A abertura da economia combinada com o câmbio valorizado, resultou em abruptas elevações dos coeficientes de importação e deslocamento das exportações para as *commodities*. De fato, de acordo com os dados do Banco Central do Brasil, o crescimento das exportações de produtos primários foi de 61% no período 1991-1996, enquanto o crescimento das exportações de produtos industrializados foi de 45,4%. Com isso, a participação dos produtos primários sobre as exportações brasileiras passou de 35,4% em 1991 para 37,8% em 1996.

¹⁸ “ É muito provável que a sustentabilidade da maioria das reformas não corra risco algum, de fato; muitas, por motivos práticos, são irreversíveis” (STEINER, 1994. pp.109).

¹⁹ Isto é, a economia chilena não está imune aos riscos do atual contexto internacional. Além disso, deve-se lembrar que trata-se de uma economia primário exportadora.

Tabela 3
Exportações Produtos Industrializados – Crescimento anual em %

Período	1992	1993	1994	1995	1996
Cresc. %	16,0	9,03	7,8	6,21	-0,14

Fonte : Boletim Banco Central do Brasil

Além da mudança no perfil das exportações, a taxa de crescimento das importações é pelo menos três vezes maior que a das exportações. No período 1990-1996, as importações cresceram 157,9% enquanto as exportações apenas 51,9%. Isso nos dá um crescimento médio anual de 8,6% para as exportações e 26,31% para as importações.

Tabela 4
Importações – participação %

	Bens consumo/ total imp.	Mat.Prima /total imp.	Petróleo e deriv./total import..	Bens de capital/ total imp.	Veículos e tratores/ total imp.	Veículos e tratores/ bens de capital
1989	14,4	38,3	20,5	26,6	1,9	7,3
1990	14,2	34,1	22,9	28,7	2,0	7,11
1991	14,6	37,6	19,3	28,3	3,01	10,6
1992	11,9	37,1	20,1	30,8	4,3	14,0
1993	11,8	37,1	17,2	33,7	7,0	21,0
1994	14,7	35,1	12,1	37,9	9,5	25,1
1995	14,3	33,3	9,4	39,8	11,1	28,0
1996	17,2	33,3	11,4	37,8	7,4	19,6

Fonte : Boletim Banco Central do Brasil

As importações de acordo como a metodologia do banco central, incluem os carros como bens de capital. Isso é preocupante, pois mascara as importações de bens de capital mesmo e reduz as importações de bens de consumo. Se não, vejamos: em 1996, o volume de bens de capital correspondeu a 37,8% do total das importações mas, dado que 7,46% são importações de carros, as importações de bens de capital propriamente foi de

apenas 30,34%. Esse percentual se aproximou das importações de bens de consumo que, se somadas às importações de carro, corresponderam a 24,66% do total.

Por outro lado, a evolução da relação saldo da balança de serviços/exportações, mostrada no quadro abaixo, vem crescendo rapidamente depois da implantação do Plano Real

Tabela 5
Crescimento Razão (Balança Serviços/ Exportações)

Período	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Cresc. %	0,48	0,42	0,31	0,40	0,33	0,39	0,45

Fonte : Boletim Banco central do Brasil

Acima de tudo o que realmente preocupa é a evolução do *déficit* em conta corrente como percentual do PIB. Em 1993, este *déficit* correspondia a 0,17 % do PIB, em 1995 passou a 2,47% (subiu mais de 1000% em dois anos) e em 1996, chegou a 3,63% (cresceu mais 46,9%)²⁰.

Essa deterioração das contas externas ao longo do tempo reflete a paulatina fragilização da inserção internacional da economia brasileira, e isso é importante, pois relaciona-se à possibilidade e à expectativa de reversões nos fluxos de capital externo.

3.4 Capitais Externos e Estabilização

Ao contrário do que se quer fazer acreditar, é provável que o sucesso das experiências recentes de estabilização na América Latina não se deva às proclamadas reformas estruturais do assim chamado ideário de Washington, e sim aos fluxos de capitais no contexto da globalização financeira.

²⁰Dados retirados DO BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL de julho de 1997.

“O traço comum dos programas *heterodoxos de segunda geração* foi a utilização, com maior ou menor rigidez, do compromisso de manter a taxa de câmbio nominal como âncora do processo de desinflação” (COUTINHO & BELLUZZO,1996.pp.140).

A estabilização com abertura financeira exige a criação de ativos atraentes para o movimento geral de globalização, tais como: títulos da dívida pública com elevada liquidez, ações de empresas em processo de privatização e bônus ou *commercial papers* de empresas e bancos de boa reputação. Esses ativos são denominados na moeda local, portanto em moeda considerada fraca, e precisam oferecer elevados prêmios de risco. O que mantém a taxa real de juros dentro dos limites exigidos pelos investidores estrangeiros é o fato de que a inflação cai rapidamente, mas as taxas nominais de juros não (COUTINHO & BELLUZZO,1996).

A manutenção da paridade cambial, sistema de bandas, no Brasil, juntamente com a queda da inflação, valoriza o câmbio e torna mais difícil o ajuste dos produtores domésticos à concorrência internacional, o que deteriora a balança comercial (KREGEL,1996). No entanto, de acordo com as referências neoliberais, o principal problema não é este, mas sim a inflação²¹, e a valorização cambial é um preço a se pagar.

Como os ativos considerados de maior risco são os primeiros a serem liquidados em uma reversão do ciclo financeiro global, “os processos de estabilização são, indubitavelmente, vulneráveis em proporção direta ao grau de dependência do ingresso de recursos externos (*déficit* em conta corrente) e vulneráveis, também, a problemas de inconsistência dinâmica” (COUTINHO & BELLUZZO,1996). Ou seja, a estabilidade está sob permanente ameaça de

²¹ Na mais moderna literatura do mainstream econômico, o combate à inflação é o único objetivo válido para a política econômica. A respeito, ver, por exemplo, BERNANKE, & MISHKIN, “Inflation targeting: a new framework for monetary policy?” *Journal of Economic Perspectives*, vol.11, nº 2, pp.97-116, 1997.

ruptura. Pode-se conviver com essa instabilidade sistêmica, mas não se pode esperar crescimento econômico nos marcos da mesma.

Ressalta-se que essa instabilidade não se restringe à vulnerabilidade da economia brasileira, ou especificamente de seus fundamentos macroeconômicos. Ela está intimamente relacionada à globalização financeira, caracteristicamente sistêmica, e com a interdependência das políticas macroeconômicas. Qualquer alteração no ciclo financeiro, por mais localizada que possa parecer, tem forte influência sobre todas as economias.

“Isso ficou evidenciado pelo próprio desdobramento das turbulências que se seguiram ao *raid* de Hong Kong, quando o Banco Central teve de antecipar o resgate de títulos com vencimentos em 1998, para *injetar liquidez* em instituições que, por terem feito alavancagens acima de qualquer limite aceitável, não tinham condições de honrar compromissos assumidos 48 horas antes. Só depois dessa operação de resgate de algumas instituições, cujas posições o BACEN deveria conhecer e controlar, é que foi promovida a estratosférica elevação nos juros” (TAVARES & MELIN,1997.pp.27). Na verdade, a possibilidade de resistência ao forte ataque especulativo contra o Real, “depende menos do tão celebrado estoque de reservas cambiais, do que da capacidade de assegurar-se um fluxo ininterrupto e suficientemente grande de divisas consoante nossas necessidades de caixa - não é essa a principal lição a ser retirada dos acontecimentos” (TAVARES & MELIN,1997.pp.29).

Deve-se observar que abalos como o ocorrido na Ásia, vem se manifestando em ciclos cada vez mais curtos. Tivemos uma crise em 1987 na bolsa de Nova York, uma em 1990 da bolsa de Tóquio, em 1992-1993 uma crise cambial na Europa e em 1994 a mexicana.

Para COUTINHO & BELLUZZO (1996), teoricamente a utilização da âncora cambial deveria ser temporária e a estabilização definitiva repousaria sobre uma situação fiscal sólida intertemporalmente. Todavia, a história tem mostrado que estabilizações com sobrevalorização cambial e abertura comercial acabam encontrado seu limite no balanço de pagamentos ou no desequilíbrio fiscal, pois tem como condição a elevação e manutenção de elevadas taxas de juros (FIORI,1997).

A propagação dos desequilíbrios se dá do balanço de pagamentos para a área fiscal e financeira (COUTINHO & BELLUZZO,1996). Isso pode ser observado na medida que procuramos compreender a dinâmica da crise fiscal e financeira que assola a economia brasileira a partir da década de 1980. “Foi a ruptura do regime de financiamento externo da economia que determinou a desorganização das finanças públicas, o descontrole do processo inflacionário...” (COUTINHO & BELLUZZO,1996.pp.139-140).

“A brusca ruptura dos fluxos de financiamento externo, no início da década, desencadeou uma severa crise cambial, que se desdobrou em grave desestruturação fiscal e na progressiva perda de capacidade de gestão monetária por parte do Estado” (COUTINHO & BELLUZZO,1996.pp.137). De acordo com DIAS CARNEIRO citado por STEINER (1992), isso refletiu-se na implementação de uma política monetária com juros extremamente altos como forma de oferecer um bom substituto doméstico para a moeda nacional, evitando a sua substituição.

Isso teve como elemento ratificador a compra de divisas ao setor privado (desonerado de sua dívida e gerador líquido de divisas na década de 1980) financiado pelo endividamento interno crescente e com prazos cada vez mais curtos, para pagamento da dívida externa estatizada.

Atualmente, se as taxas de inflação e crescimento mantêm-se constantes, não observa-se o mesmo com outros e igualmente importantes indicadores macroeconômicos (FIORI,1997). Na medida que esteriliza a base monetária, a política monetária com referencial monetarista eleva a dívida pública que, em dezembro de 1994 estava em R\$ 61.782 milhões, para mais de R\$ 200 bilhões, depois de três anos. Contudo, o fundamental não são apenas os valores numéricos em si, mas sua velocidade de crescimento.

A princípio, podemos ter a sensação de que essa é uma situação inexorável, mas é importante lembrar que isso ocorre pelo fato de não se questionar a efetividade da política monetária implementada, aceitando-se, portanto, seus efeitos danosos passivamente.

Nesse sentido, os ajustes propostos para a economia brasileira pelo FMI durante a década de 1980, e o novo paradigma neoliberal expresso nas propostas do Consenso de Washington, são limitados porque não possuem historicidade e não incorporam as especificidades de cada país. Ou seja, o fato de algumas dessas reformas terem sido bem sucedidas em alguns países, como o Chile e o México, não garante que os mesmos resultados serão conquistados no Brasil. É interessante avaliar até que ponto essas reformas foram efetivadas. “TAVARES vai ao centro da questão ao mostrar que os ajustes no Chile e no México não foram tão liberais quanto se apregoa. Pelo contrário. Os Estados chileno e mexicano são os mais intervencionistas da América Latina e em ambos os casos controlam boa parte das receitas de exportação. É bom lembrar que o furor privatista no Chile não atingiu as empresas produtoras de cobre, responsáveis por 40% das vendas externas, e no México o setor petrolífero continua sob controle do Estado. O fato de esses Estados nacionais terem em suas mãos grande parcela das receitas cambiais facilitou enormemente os programas de ajuste... No Brasil a situação é radicalmente

distinta, pois o Estado é obrigado a emitir títulos públicos e a engordar a dívida interna para poder comprar cambiais que pertencem aos exportadores privados” (TAVARES & FIORI,1996.pp.10).

Assim, é difícil acreditar que as reformas estruturais terão o poder de trazer o tão falado equilíbrio fiscal, pois à medida em que a dívida pública vai se acumulando no tempo, devido às despesas com juros, o corte contínuo de gastos fiscais se torna impraticável, pois a economia entra em recessão ou passa a ter um limite ao seu crescimento potencial.

É falta de visão continuar a depender das reformas que não podem mais gozar da reputação que tinham antes da crise mexicana. Como exemplo de falta de visão, FIORI (1997.pp.74) cita KRUGMAN, o qual é considerado uma espécie de papa da economia atual, onde ele afirma que “a difundida crença de que as reformas voltadas para a abertura das economias e liberação dos mercados produzirá uma dramática aceleração no crescimento dos países em desenvolvimento representa um salto no escuro e um ato de fé”.

Além disso, “o fundamental que se deve lembrar aqui é que foi a direita econômica e política que construiu e usufruiu do Estado desenvolvimentista; e que, neste sentido, as atuais reformas liberais são basicamente conservadoras porque alteram as formas mas preservam a essência do que sempre foi criticado pela esquerda no Estado/estratégia desenvolvimentista latino-americano: seu padrão de financiamento externo, sua base sócio-política direitista e autoritária de sustentação, o uso oligárquico na proteção indébita de interesses privados e finalmente sua estratégia de crescimento invariavelmente excludente do ponto de vista social” (FIORI,1997.pp.76). Isto é, essas reformas não propõem um novo padrão de financiamento do desenvolvimento que elimine a vulnerabilidade externa da economia. Dado que a direção de causalidade dos desequilíbrios é da restrição

externa para o déficit orçamentário do governo, ajustes fiscais e política monetária de emissão de dívida não resolvem a questão.

3.5 Considerações sobre alternativas de inserção internacional

Para FIORI (1997.pp.29), nenhum projeto para a economia brasileira pode, hoje, “deixar de apresentar respostas a uma agenda que se impõe : ... estabilizar a economia, responder ao desafio social da miséria e da violência, reconstruir o Estado e contribuir para a retomada do crescimento. Nesse sentido, o que se pode e deve diferenciar-se não são suas metas, mas a forma em que pretendem hierarquizar seus objetivos e distribuir os ônus de suas políticas”.

Não se pode atravessar mais uma década dando-se respostas apenas conjunturais e renunciando a uma inserção internacional relativamente autônoma. Os países asiáticos conseguiram um bom grau de autonomia, “Eles não seguiram a onda ultraliberal, deixando uma pista para que possamos pensar que, sim, existem outras saídas dentro do próprio capitalismo, ainda que não seja o caso de copiarmos a Ásia” (FIORI,1997.pp.110). Isso é válido, mesmo depois da crise do final de 1997, já que essa crise estava no âmbito da globalização financeira e, portanto, do próprio capitalismo internacional.

Um novo projeto dentro do capitalismo não eliminará o risco de crises sistêmicas, mas diminuirá nossa vulnerabilidade e inconsistências por falta de um projeto próprio, direcionado às nossas necessidades.

E como disse FURTADO citado por FIORI (1997.pp.239), “Em sistemas econômicos de grandes dimensões territoriais e acentuadas disparidades regionais e estruturais, dificilmente sobreviverão se perderem a

força coesiva gerada pela expansão do mercado interno. Nesses casos, por mais importante que seja a inserção internacional, esta não é suficiente para dinamizar o sistema econômico. Num mundo dominado por empresas transnacionais, esses sistemas heterogêneos somente sobrevivem e crescem por uma vontade política apoiada em um projeto com raízes nacionais”.

4 O IMPACTO DA GLOBALIZAÇÃO SOBRE O ENDIVIDAMENTO PÚBLICO BRASILEIRO E UMA CRÍTICA À POLÍTICA ECONÔMICA MONETARISTA.

Os desequilíbrios fiscais e financeiros do governo brasileiro não podem ser vistos de modo simplificado, apenas como o excesso de gastos sobre as receitas. Além de determinantes provenientes da vulnerabilidade externa brasileira, o endividamento público como regra de financiamento dos *déficits* orçamentários acabou sendo o elemento mais importante na propagação desses desequilíbrios.

O endividamento público como política econômica tem como referencial teórico a Teoria Quantitativa da Moeda, e é isso que determina a percepção limitada das causas e, conseqüentemente, da política de superação dos desequilíbrios em questão. Além disso, avalia-se a validade dos pressupostos teóricos e a própria coerência da política monetarista como seus objetivos. Observaremos que a necessidade constante de financiamento, através de títulos públicos, aumenta a taxa de juros e o gasto com juros, o que serve como elemento mantenedor dos desequilíbrios financeiros.

Na verdade, a utilização do endividamento público para financiamento de *déficits* ou como instrumento de política monetária foi um importante elemento da financeirização da economia, na qual os capitais tornam-se preponderantemente especulativos.

A história do endividamento público brasileiro desde o princípio é marcada pela dominância da especulação. Isto é, a dívida pública brasileira possui um forte componente financeiro, o qual está sendo amplificado pelos efeitos do atual fluxo de capitais externos. O endividamento público, no entanto, é questionável do ponto de vista teórico e empírico, como exemplificaremos com o caso brasileiro.

4.1 Considerações Teóricas Sobre Endividamento Público

Os gastos do governo podem ser de duas naturezas diferentes, assim como os *déficits*. Se o orçamento do governo encontra-se deficitário e o gasto correspondente tem a capacidade de gerar receita futura, ou seja, se o governo investe ou paga seus gastos injetando renda no setor privado, esse *déficit* é de natureza fiscal. Mas se o gasto correspondente ao *déficit* estiver relacionado ao pagamento de juros, esse *déficit* é de natureza financeira.

De acordo com a contabilidade nacional os *déficits* devem ser financiados pelo saldo negativo das transações correntes no balanço de pagamentos e pelo excedente da poupança interna em relação ao investimento privado²². No Brasil, a poupança das famílias vem sendo apropriada pelo governo para cobrir seus *déficits* e desviada do financiamento da formação bruta de capital fixo privada.

Na prática, o governo financia o seu *déficit* orçamentário tomando emprestado do público ou do Banco Central. Quando o empréstimo é realizado pelo BACEN, existe emissão de moeda, mesmo que seja para comprar os títulos do Tesouro. É como se o BACEN emitisse um cheque contra ele mesmo. Nesse caso, o BACEN cria base monetária, portanto, monetiza dívida. Quando o empréstimo é feito junto ao público a base fica inalterada. Isto porque se inicialmente é retida moeda pelo governo, posteriormente, quando este paga seus gastos essa moeda retorna à base monetária.²³

Assim, define-se a restrição orçamentário do governo pela expressão:

²² No novo sistema de contas nacionais adotado pelo IBGE esta identidade contábil está omitida, pois a conta governo não foi publicada, posto que retirada do sistema articulado, quando este passou a ter quatro e não mais cinco contas.

²³ A base fica contraída durante um certo período de transição entre a venda das obrigações e o pagamento dos dispêndios realizados pelo governo. Esse detalhe é importante pois, na situação inversa em que o governo resgata títulos, a base fica expandida por um certo período de tempo e, dependendo do prazo dos títulos, esse fenômeno pode tornar uma política monetária restritiva inócua.

$$D+iB=dM+dB \quad (I)$$

onde D é o *déficit* primário, i é a taxa nominal de juros, B é a dívida, dM é a emissão de moeda e dB é a emissão de títulos da dívida.

Esta expressão mostra que o *déficit* nominal do orçamento ($D+iB$) é financiado por empréstimos junto ao BACEN (dM) e por empréstimos junto ao setor privado (dB).

Em síntese, quando o orçamento não está equilibrado, o governo modifica a quantidade líquida de haveres em mãos do público privado ou em mãos do BACEN. Esses haveres são obrigações que o Tesouro vende ao setor privado e ao BACEN, representando créditos de pagamentos futuros de juros. O BACEN repassa parte dos títulos do Tesouro ao público e ainda emite títulos de responsabilidade própria para exercer a política monetária contracionista. O volume total desses haveres constitui a dívida pública. Ou seja, o estoque atual de dívida é consequência direta dos *déficits* passados do governo²⁴. Porém, mais importante é a natureza desses *déficits* e a forma pela qual a dívida se divide ou foi dividida entre haveres do setor privado contra o governo e base monetária. Em outras palavras, a política monetária passada.

A partir da restrição orçamentária do governo, percebemos que dB é o nível mínimo de dívida necessário para financiar o *déficit* público. No entanto, o montante efetivamente emitido de títulos pode ser superior a esse mínimo, diante de uma política monetária restritiva do BACEN

Se o objetivo da política monetária é o controle de preços, o governo adota, através do BACEN, medidas recessivas como a elevação das taxas de juros através da emissão de títulos de responsabilidade do próprio BACEN. No entanto, para conseguir que seus títulos sejam atraentes, o

²⁴ As emissões atuais de títulos são em boa parte destinadas ao refinanciamento da própria dívida.

BACEN e o governo precisam oferecê-los à uma taxa de juros cada vez maior²⁵, implicando na elevação dos encargos da dívida.

Quando o endividamento atinge um determinado grau, em que a taxa de juros está tão alta que onera crescentemente os encargos da dívida, provavelmente não existirá *superávit* primário capaz de impedir a emissão de moeda primária, tornando a política monetária ineficiente para o controle de preços.²⁶

O que acontece é que, na medida que a dívida vai se acumulando no tempo, devido aos *déficits* permanentes e às próprias despesas com juros, ela se autonomiza e vai assumindo proporções cada vez maiores em relação ao PIB, como também, em relação às receitas do governo.

Para DORNBUSCH (1982.p.445), “uma política assim não pode ser mantida para sempre, pois inevitavelmente os gastos do governo e outras transferências se reduziriam a zero (se é que isto é possível) e os impostos teriam que continuar a se elevar incessantemente. E isso não poderia ser feito sem efeitos adversos sobre o nível de produto. Portanto, concluímos que tentativas de financiar um dado *déficit* real, simplesmente através do financiamento por dívida não seria viável a longo prazo, numa economia que não estivesse em crescimento”.

Como vimos, a emissão de títulos implica no aumento imediato da dívida. A teoria econômica tradicional recomenda para que ela não seja explosiva, o estabelecimento de limites em relação ao produto interno bruto nominal. Partindo-se da restrição orçamentária do governo (I) chega-se à equação:

²⁵Está aqui o mecanismo básico para o crescimento da lógica especulativa.

²⁶ “Neste caso, a tentativa de se conter a inflação aumentando impostos e cortando gastos fiscais será inútil em termos práticos e teóricos: a economia de recursos assim feita será anulada pelo pagamento de juros” (LIMA, 1995, pp.2). O quadro se agrava substancialmente quando se pratica uma política de engessamento da demanda agregada e, por consequência, da receita tributária. Neste caso, o fluxo de capital financeiro para o setor real não cresce.

$$db = b(r-y) - x \quad (\text{II})$$

onde, b é a razão dívida/PIB, r é a taxa real de juros, y é a taxa de crescimento real da economia, x é o resultado orçamentário e db a variação da razão dívida/PIB. Para que a emissão líquida de títulos seja zero é necessário que o *superávit* primário (sem gasto com juros) x seja igual à razão dívida/PIB multiplicada pela diferença entre a taxa real de juros r e a taxa de crescimento da economia y . Ou seja:

$$x = b(r-y) \quad (\text{III})$$

Argumenta-se que, atingindo esse *superávit* primário, a dívida estaria dinamicamente estabilizada, pois os juros estariam sendo pagos com recursos não inflacionários. Com isso o governo deixaria de pressionar a taxa de juros com a busca de recursos através da emissão de títulos e a economia cresceria à taxa y .

Percebemos que se $r > y$, a razão dívida/PIB aumenta mesmo com o orçamento do governo equilibrado. Isso pode ser ainda mais grave se o ajuste fiscal não for suficiente para gerar o *superávit* primário necessário.

Assim, concluímos que ao demandar moeda através da dívida pública o governo pressiona a taxa de juros podendo elevá-la acima da taxa de crescimento da economia, conseqüentemente provocando recessão²⁷. Se a economia não aumentou o investimento quando do incremento do *déficit*, não há nenhuma perspectiva de que esse *déficit* possa gerar ganhos extras para o pagamento dos encargos da dívida. Ou seja, “o financiamento da dívida aumenta a taxa de juros e reduz o investimento, significando que o estoque de capital seria menor” (DORNBUSCH & FISCHER, 1982, pp.446) (no setor

²⁷ Entende-se como recessão a queda ou não existência de investimentos para a formação bruta de capital fixo, pois a economia pode estar crescendo através do aumento da utilização da capacidade ociosa.

real) e que dificilmente a taxa de crescimento da economia y seria maior que a taxa real de juros r .²⁸

Um efeito adverso da elevação da taxa de juro sobre os encargos da dívida, é que os gastos com estes podem atingir um montante que neutralizaria ou ultrapassaria a queda da demanda agregada decorrente da política monetária e fiscal restritivas (corte nos gastos do governo).

Na verdade, a relação entre endividamento público, taxa de juros e políticas macroeconômicas é muito mais complexa do que a teoria dominante estabelece. Outros conceitos, como a razão entre gasto com juros e receitas do governo, e a possibilidade de recrudesce-la, deveriam ser incorporados para que a teoria se aproximasse mais da realidade.

Outro conceito importante diz respeito ao prazo de vencimento (resgate) dos títulos. Quanto mais freqüentemente o governo precisar de recursos, mais altas serão as taxas de juros ou menores serão os prazos dos títulos²⁹, o que provavelmente implica em um desequilíbrio no fluxo de caixa do Tesouro³⁰. Quanto menor o prazo dos títulos, maior será a frequência de curtos períodos de tempo (entre o resgate e a emissão de outro título para refinanciamento) em que a base monetária ficará expandida, o que pode comprometer os objetivos da política monetária restritiva.

²⁸ Isso é um elemento importante na origem da financeirização da economia.

²⁹ Nesse caso o endividamento público aprofunda a dominância da lógica especulativa.

³⁰ Ressalta-se que muitas vezes é o BACEN quem exerce esse papel, comprando os títulos do governo e os repassando ao público através de títulos de sua responsabilidade com prazos menores e taxas mais atrativas. Isso pode levar o BACEN a emitir moeda, já que o problema foi somente transferido para este. Mais uma vez, o financiamento por dívida não é suficiente para evitar a emissão de moeda.

4.2 Uma ligeira retrospectiva e análise dos mecanismos de endividamento público brasileiro

Como destacamos anteriormente, a dívida atual é consequência dos *déficits* passados do governo e tem como fator primordial a natureza desse *déficit*. Ou seja, a forma como a dívida se dividiu entre haveres do setor privado e base monetária.

É fundamental que observemos as especificidades desse processo na economia brasileira, bem como compreender as limitações e contradições existentes.

Foi na conjunção da Reforma Financeira de 1964 com os condicionantes internos e externos que, no início da década de 1970, o Mercado Aberto brasileiro estruturou-se e, teoricamente, passou a constituir mecanismo de financiamento de *déficits* e instrumento de política monetária.

De acordo com TAVARES (1978), a estatização da dívida externa na década de 70 foi importante para o desenvolvimento da dívida interna, pois esta era a contrapartida monetária do endividamento externo. Esse processo é complexo, estando relacionado com o esgotamento dos mecanismos endógenos de expansão e realimentação dinâmica, e sendo agravado, nesse período de desaceleração do ciclo econômico, pelos condicionantes externos. Nessa perspectiva, os choques do petróleo na década de 1970 e o choque financeiro no início da década de 1980 não são causas únicas e determinantes da crise e reversão prolongada do ciclo.

Como não é objetivo, não aprofundaremos a análise do esgotamento dos fatores endógenos, somente relacionaremos os efeitos deste sobre a economia com o endividamento externo e seu desdobramento sobre o endividamento do governo brasileiro.

A entrada de capitais externos guiou-se, pelo lado da demanda, principalmente pelo ciclo interno, pelas oportunidades efetivas de acumulação e pela política de endividamento externo adotada pelo governo, que alegava como objetivo acumular reservas, afastar a possibilidade de restrições cambiais e ampliar a oferta de crédito bancário. Quando a rentabilidade dos investimentos decaiu, os agentes privados, inicialmente grandes tomadores (demandantes) de recursos no exterior, deixam paulatinamente de endividar-se externamente.

A necessidade de obtenção de divisas para o pagamento dos juros e a amortização do principal da dívida já existente induz o governo a manter bastante elevada as taxas internas de juros, objetivando tornar vantajoso para empresas multinacionais e bancos brasileiros a tomada de recursos no exterior. Essa situação agravou-se, por exemplo, com a reversão da liquidez internacional no Euromercado³¹, levando ao governo tomar medidas visando obrigar as empresas estatais³² a endividar-se continuamente no exterior para propiciar o *roll-over* da dívida.

“A estatização da dívida surgia então como resposta à retração das captações privadas, e como opção das autoridades governamentais quanto ao padrão de financiamento dos grandes projetos do setor público, através das limitações de acesso ao crédito doméstico às empresas estatais, corte nas suas receitas orçamentárias e achatamento das receitas provenientes das tarifas públicas... Os depósitos em moeda estrangeira no BACEN permitidos pela Resolução nº 432... foram, em última instância, captações efetuadas pelas

³¹ “O crescimento exponencial do volume do Euromercado levou especialistas a estimarem, desde a década de 1960, que este era caracterizado por um multiplicador de criação de crédito. Um dos primeiros a publicar trabalhos nesse sentido, M. Friedman, perguntava-se, em 1969, se na verdade os eurodólares não nasceriam, pura e simplesmente, “da caneta dos contadores dos bancos” (CHESNAIS, 1996, pp.255).

³² Nesse momento as estatais constituíam-se em tomadoras preferenciais por possuírem aval do Tesouro Nacional.

autoridades monetárias com o objetivo de fechar as contas externas. Nesses casos, a intermediação financeira era irrelevante visto que o BACEN assumia todos os encargos financeiros e os riscos de variações cambiais” (GOMES,1995.pp.26).

Após a maxidesvalorização cambial de 30% em dezembro de 1979 foi permitido às empresas abater ao longo de 5 anos, sobre a parcela dos lucros tributáveis, os prejuízos que decorreram da maxi. Segundo declarações de Delfim Netto, o Tesouro terminou assumindo 40% desses prejuízos na época (GOLDENSTEIN,1986).

Esse processo era duplamente perverso para o endividamento público interno. Inicialmente, a elevação da taxa de juros para incentivar a captação externa já possui um impacto sobre o estoque da dívida e, posteriormente, a esterilização da base novamente leva à emissão de mais títulos e a taxas cada vez maiores.

Existe ainda um aspecto relevante no que diz respeito ao endividamento externo, considerado por TAVARES (1978), como de grande importância para a compreensão da natureza e funcionalidade do Mercado Aberto da economia brasileira a partir do sistema financeiro instaurado pela reforma bancária:

“... Na verdade, toda dívida externa brasileira financeira recente pode ser considerado como mecanismo “fictício” de acumulação de capital financeiro³³, que permite a transferência intercapitalista dos lucros a favor dos banqueiros internacionais que para aqui dirigem o seu excesso de liquidez internacional movidos pelos diferenciais de juros” (TAVARES,1978.pp.126).

³³ “Os euromercados internacionalizaram a economia do endividamento, verdadeiro câncer da economia mundial. Sua formação é o primeiro passo, sem dúvida o mais decisivo, de um processo que colocou, primeiro os países do terceiro mundo, e hoje o sistema mundial como tal à mercê do capital rentista” (CHESNAIS, 1996. pp.251). Nota da autora.

Este mecanismo é fictício, pois é produto de um jogo contábil na conversão do cruzeiro permanentemente sobrevalorizado em relação ao padrão monetário internacional. Esta transferência contábil é paga através do poder de regulação do Estado sobre a taxa de câmbio e sobre a emissão de títulos, representando o crescente endividamento do estado, interno e externo, que deverá ser resolvido no futuro (TAVARES,1978).

Essa forma de valorização fictícia também está presente na órbita do mercado aberto brasileiro. “... Aqui, na verdade, os ativos financeiros mais importantes são criados pelo governo, com seus títulos de dívida pública, cuja funcionalidade e forma de operação é basicamente servir de instrumento de circulação financeira ... Ao contrário de outros países, onde a dívida pública cumpre um duplo papel - o de financiador do *déficit* fiscal e o de instrumento financeiro negociável - no caso brasileiro os dois títulos públicos ORTN e LTN são basicamente títulos financeiros líquidos e negociáveis. Estes títulos se destinam na realidade a alimentar um circuito financeiro privilegiado a pretexto de servir de contrapartida ao manejo das contas monetárias internas e externas” (TAVARES,1978.pp.147). Isso era possível em função da existência de uma perfeita transacionalidade dos títulos (liquidez financeira) por meio de sucessivos deságios no mercado secundário, destituídos de risco graças à correção monetária e à garantia de liquidação ou reconversão à forma monetária pelo governo.

Esse processo ficou conhecido como “ciranda financeira” e não pode deixar de ser considerado como uma característica fundamental da natureza do endividamento público brasileiro “... que premia a especulação, recorta arbitrariamente o crédito corrente e penaliza o investimento produtivo...” (TAVARES,1978.pp.186). Ou seja, o capital financeiro se desinteressa do setor econômico real, da formação bruta de capital fixo ou

tecnológico, podendo permanecer no setor financeiro onde valoriza-se ficticiamente.

Outra questão fundamental relaciona-se às políticas de ajuste do balanço de pagamentos e de estabilização, as quais historicamente demonstraram ser incompatíveis entre si.

“... as políticas de contenção de demanda global com alterações de preços relativos a favor dos bens exploráveis, seguindo as recomendações de ajuste convencional do balanço de pagamentos, têm conseguido, mediante políticas macroeconômicas recessivas e políticas cambiais ativas, obter *superávits* comerciais para cobrir, pelo menos em parte, o serviço da dívida externa. Mas, em geral, esses tipos de ajuste recessivo não conseguiram estabilizar economias de alta inflação crônica e com restrições externas severas, provocando um *trade-off* negativo sobre a arrecadação fiscal e um alto grau de endividamento interno que produziu consistentemente desajustes fiscais e patrimoniais no setor público. A contrapartida das tentativas de utilizar políticas cambiais e monetárias ativas para fazer ajuste externo tem sido, portanto, a necessidade de um ajuste fiscal permanente” (TAVARES & FIORI, 1996, pp.76).

Esses ajustes fiscais não foram bem sucedidos devido à enorme dificuldade de aumentar as receitas tributárias correntes, dada a queda dos salários, do emprego na economia formal, da evasão de impostos com a retração da base de tributação diante do crescimento da economia informal, como também a combinação dos efeitos da desvalorização cambial e altas taxas de juros (diante das restrições de crédito externo e interno) sobre as contas públicas do ponto de vista patrimonial e financeiro (gastos correntes com juros).

Isso levou a implementações de cortes contínuos estritamente paliativos nos gastos do governo, mas esse mecanismo é insuficiente no longo prazo (DORNBUSCH & FISCHER,1982). Alguns países adotaram medidas de privatizações aceleradas para ajustar patrimonialmente as contas públicas. Esse processo não resolve o problema de forma definitiva dado que, sem a retomada do crescimento, as restrições ao financiamento interno e externo permanecem. Neste contexto, a proposta de Estado mínimo do Consenso de Washington é insuficiente, pois não propõe uma reestruturação conseqüente do Estado e nem um padrão sustentável de financiamento (fiscal, financeiro e patrimonial).

4.3 A explosão da dívida pública brasileira

Como vimos, a entrada dos novos capitais externos foi e continua sendo fundamental para a estabilização do Real e para o fechamento das contas externas no atual contexto de abertura comercial. No entanto, existe um contra-senso nesse processo que relaciona-se com o aumento explosivo da dívida pública, o que vulnerabiliza a estabilização do Real.

Os capitais externos que ingressam na economia são convertidos em reais, o que expande a base monetária. Diante disso, o governo, seguindo o referencial teórico quantitativista, emite títulos para enxugar o excesso de liquidez.

Com o objetivo de analisar o impacto destas esterilizações sobre o estoque de dívida pública, propomos um estudo econométrico baseado no quadro II.1- Fatores Condicionantes da Base Monetária, publicado no Boletim do Banco Central do Brasil. Nesta especificação, a variável dependente é o resultado do fluxo de operações com títulos públicos e as variáveis

explicativas, além do resultado do fluxo de operações com o setor externo, são três: o resultado do Tesouro Nacional, a assistência financeira de liquidez e a variação da base monetária. Os valores são nominais e o período estudado começa em janeiro de 1992 e termina em fevereiro de 1997.

A especificação do modelo é :

$$\text{Op. Tit} = \alpha - \beta_1 (L) \text{ tes.} - \beta_2 (L) \text{ op. ext.} - \beta_3 (L) \text{ assist.} + \beta_4 (L) \text{ var. base} + \mu$$

Onde : tes. é o resultado do tesouro nacional, op.ext. é o resultado dos fluxos de operações do setor externo, assist. é a assistência financeira de liquidez, var.base é a variação da base monetária e (L) é um operador de defasagem. Os sinais esperados para tes., op.ext. e assist. são negativos, pois estas variáveis expandem a base monetária e o BACEN, posteriormente, emite títulos para enxugar essa liquidez. Pela mesma razão, o sinal esperado de var.base é positivo.

A equação da regressão obtida pelo software econometric views é (estatística “t” entre parênteses):

$$\text{Op. Tit.} = -61,7 - 1,21 \text{ Tes.} - 0,34 \text{ Tes.}(-2) - \mathbf{1,22 \text{ op.ext.}} - 0,61 \text{ Assist.} + 0,8 \text{ Var. base}$$

$$\begin{matrix} (-11,34) & (-3,02) & (-17,47) & (-7,87) & (13,2) \end{matrix}$$

$$F = 182,38 \text{ (Prob 0,00)}, \quad R^2 = 0,94 \quad \text{e} \quad \text{Durbin Watson} = 1,92$$

Os sinais dos coeficientes são os esperados e os testes econométricos indicam que os dados não rejeitam o modelo sugerido.

O coeficiente do setor externo indica que para cada R\$ 1,00 de saldo positivo nas transações com o setor externo o governo emitirá moeda e, em seguida, venderá títulos com valor nominal de R\$ 1,22 com o objetivo de enxugar essa liquidez. A elasticidade calculada com os valores médios das variáveis no período é 1,4. Isto é, para cada variação de 1 % no resultado dos fluxos com operações externas, as operações com títulos variarão em 1,4 % -

uma expansão de 1 % no fluxo de capitais externos provoca um aumento de 1,4% na dívida interna.

As operações com o setor externo são de fato a causa principal da emissão de títulos, pois, conforme tabela abaixo, é a variável de maior importância relativa.

Tabela 6
Coeficientes Beta/ Variáveis Padronizadas³⁴

Variáveis	Op.ext.	Var.base	Tes.	Assist.
Coef. B	0,59	0,52	0,48	0,31

O estudo econométrico acima sugere um impacto significativo do processo de esterilização dos capitais externos sobre a dívida pública. Na verdade, demonstra que a economia brasileira está se endividando duplamente: externa e internamente. É como se tomássemos emprestado R\$ 1,00 e ficássemos devendo mais de R\$ 2,22 ³⁵ e pior, sem que estejam constituídos meios para geração de receitas futuras com vistas ao pagamento dos juros e amortização do principal. Afinal, esses capitais são, em sua maioria, investimentos em portfólio que situam-se apenas na esfera financeira de circulação, como visto nos capítulos anteriores.

Igualmente importante é avaliarmos a eficácia, bem como os pressupostos do processo de esterilização. Ou seja, avaliarmos a política monetária que está sendo implementada e a sua coerência com os objetivos de toda a política econômica.

³⁴ Conforme MATOS, Orlando Carneiro. *Econometria Básica*. Editora Atlas, 1995. pp.46-47.

³⁵ Alguns economistas que compartilham do mesmo referencial teórico do FMI, alegam que o governo pode emitir dívida interna para esterilização da expansão monetária causada pelo aumento das reservas, pois as reservas são ativos e servem cobertura desses títulos. No entanto, essas reservas que foram obtidas através de empréstimo, portanto, não pertencendo ao BACEN, obtêm menores rendimentos aplicados no mercado internacional do que os juros pagos pelo governo nos títulos que emitiram nacionalmente.

4.4 A ineficácia da política monetária no Brasil

A partir de um modelo macroeconômico superagregado, no qual a curva de oferta agregada de longo prazo é positivamente inclinada, LIMA (1997) avalia a política econômica, especificamente a política monetária.

Nesse modelo o pleno emprego não é assumido como dado e as decisões relevantes são tomadas quando o mercado está em desequilíbrio. As variáveis exógenas e as autônomas são determinadas fora do modelo e o equilíbrio é apenas teórico, baseado na ficção de que essas variáveis estão fixas por um tempo suficiente para que o sistema chegue a uma posição de equilíbrio. Nele, o importante “é tornar explícitas, a partir de funções de comportamento, as variáveis exógenas relevantes, tanto do lado da demanda agregada quanto da oferta agregada” (LIMA,1997).

O modelo econométrico de equações simultâneas aplicados à economia brasileira no período de 1970-1994 fornece resultados que não permitem rejeitar a hipótese de que o PIBREAL do Brasil é uma função da política econômica: trata-se do salário mínimo, da taxa de câmbio, dos gastos do governo e da dívida pública. Em particular, demonstra-se que a dívida pública não é significativa na explicação do comportamento dos preços, indicando que, na média do período observado, a emissão de títulos deixou de ser efetiva para o que deveria ser seu principal objetivo – o controle da inflação. Isso ocorre porque essa política implica em pagamento de juros, o que induz à emissão de moeda, anulando o efeito contracionista inicial da emissão de títulos. Na verdade essa política monetária é implementada supondo-se um ajuste fiscal que, entretanto é quase sempre inatingível³⁶.

³⁶Em 1995 o pagamento de juros da dívida interna mobiliária do governo foi de R\$ 40 bilhões, o equivalente a 52% da recita da União líquida das transferências aos estados e municípios (LIMA,1997).

O mais grave é que essa política monetária contrai a demanda e a oferta agregadas pois, se a contração monetária provocada pela emissão de títulos é anulada pela expansão do pagamentos dos juros, isso não implica no aumento de investimentos e da oferta agregada. Geralmente, essa massa monetária torna-se essencialmente financeira, isto é, valoriza-se apenas na esfera financeira de circulação em nada ajudando no aumento da oferta de produtos e serviços.

Atualmente, nos marcos do Plano Real, o pagamento dos juros da dívida só não está inflacionando por que a demanda agregada está congelada, através do congelamento de três variáveis que explicam seu comportamento: o salário mínimo, os gastos do governo e a taxa de câmbio. “O Plano Real é estagnacionista porque sua estratégia de impedir que o crescimento da demanda agregada afete os preços tem como corolário o desincentivo ao investimento e ao crescimento da produção” (LIMA,1997). Todavia, a elasticidade da produção brasileira em relação à dívida pública é muito baixa Isto quer dizer que o potencial recessivo da dívida é relativamente baixo e que seu crescimento acelerado não teve, até 1995, reflexos sensíveis no emprego.

ISSLER & LIMA (1997) estudaram a sustentabilidade da dívida pública brasileira no período de 1947-1992 através de testes econométricos. Suas conclusões reforçam as conclusões de LIMA (1997) de que o governo emite moeda para pagamento dos juros da dívida na impossibilidade de se alcançar um consistente ajuste fiscal. Os resultados obtidos por ISSLER e LIMA indicam que as receitas de senhoriagem incluídas nas receitas totais do governo tornam a dívida não explosiva ou estacionária. Caso as receitas de senhoriagem sejam desconsideradas, os testes econométricos apontam para a não sustentabilidade da dívida brasileira.

4.5 Uma observação crítica da teoria quantitativa da moeda

Segundo a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), o fenômeno de desvalorização da moeda tem seus determinantes nela mesma, já que é a sua quantidade que determina seu valor. A equação da TQM não fornece definição conceitual do que seja produto, renda nominal e nível geral de preços; ela somente estabelece uma relação entre estas variáveis onde a variação de uma determinará uma variação (preferencialmente de igual proporção) nas outras, ou na velocidade de circulação da moeda, para que a economia permaneça em equilíbrio. Como consequência, a moeda é somente intermediário das trocas e alterações em sua quantidade devem ser posteriores a alterações na produção (MENDONÇA & NAKATANI,1996).

Nessa perspectiva a moeda seria neutra. No entanto, para novos programas científicos, preocupados com a dinâmica do sistema econômico, a moeda exerce um papel fundamental, o de sancionar as decisões *ex ante* de produção e de investimento. “A curto prazo se a quantidade de moeda que entra efetivamente em circulação é insuficiente em relação às necessidades de vendas dos produtores, a economia retrocede para níveis mais baixos de produção, emprego e renda. Em consequência decisões de produção, no curto prazo, e decisões de investimento, no longo prazo, são adiadas” (COSTA,1995.pp.165-166).

Nessa linha, o aumento dos preços deve ser visto como causa e o crescimento da oferta monetária como efeito. Pois “o *mark up* desejado *ex ante* só é efetivado se o vendedor encontra um comprador com dinheiro disposto a adquirir o bem ao preço oferecido. É necessário o sancionamento monetário para que os aumentos relativos de preços, decidido por oligopólios,

se efetivem nominalmente *ex post*. A moeda sanciona *ex post* e não causa decisões *ex ante* de gasto” (COSTA,1995.pp.169). Observa-se que as causas dos aumentos de preços transcendem a questão da gestão da moeda, estando relacionada com o padrão de acumulação, financiamento e distribuição da riqueza.

As decisões dos agentes são os principais determinantes da dinâmica econômica. E as decisões de investir, especificamente, são articuladas à capacidade de autofinanciamento, às expectativas de lucros (eficiência marginal do capital), ao grau de utilização da capacidade produtiva, às inovações tecnológicas, à existência de crédito, etc. A oferta monetária não constitui co-determinante fundamental e de primeira instância dessas decisões (COSTA,1995), mas pode dificultar a efetivação dessas decisões, se seu volume for insuficiente ou se alguma quantidade for deixada inativa em termos produtivos, ou seja, quando ela se restringe à circulação financeira.

COSTA (1995.pp.165) ressalta que existe “assimetria na eficácia da política monetária, pois se é verdade que a expansão monetária tem escassos efeitos positivos sobre as variáveis reais, a contração na oferta de moeda efetivamente em circulação, ou sua expansão insuficiente, perante aumentos de renda e/ou níveis de preços, tem efeito real negativo ao não sancioná-los. Não é só o inevitável aumento da taxa de juros, no mercado de capitais, mas sobretudo a carência de *finance*³⁷ necessário para o financiamento dos gastos programados, no mercado de crédito, e o não sancionamento das vendas nos *mark ups* desejados, no mercado de bens, que constituem obstáculo na expansão do sistema” Ou seja, a moeda não é neutra;

³⁷Finance é o poder dos bancos de antecipar temporariamente poder de compra para a realização de gastos em investimentos (nota da autora).

suas variações em quantidades não são apenas reflexos passivos, mas intervêm no sistema econômico.

A Teoria Quantitativa da Moeda pode ser entendida como um desdobramento da relação de determinação da poupança sobre o investimento, ou seja, seria necessário um volume *ex-ante* de poupança para que o investimento fosse efetuado. Seguindo-se a TQM, a possibilidade de utilização de uma política fiscal expansionista é descartada, pois estar-se-ia alterando a quantidade de moeda anteriormente a mudanças no setor produtivo. “Logo o crescimento da expansão monetária justificar-se-ia somente como resposta ao crescimento da produção, devido ao aumento da produtividade ou maior nível de poupança da sociedade para ser investida no momento presente” (MENDONÇA & NAKATANI,1996.pp.11).

De acordo com essa concepção clássica de poupança e de sua relação com o investimento, as instituições financeiras são apenas intermediadoras de recursos, não possuindo a capacidade de exercer o *finance*, isto é, de multiplicar a moeda. Contudo, observa-se que é o crédito e não a poupança o motor do processo de acumulação, pois o investimento feito inicialmente com financiamento deverá aumentar a renda agregada, que possibilitará maiores lucros também agregados e que voltarão ao sistema bancário na forma de depósitos e renovarão seu estoque de *finance*. Isto quer dizer que o volume dos fundos emprestáveis são determinados endogenamente ao sistema (CINTRA,1993).

Pode ser um erro associar mecanicamente poupança com ativos e depósitos financeiros, pois esses saldos líquidos não se transformam automaticamente em investimento, já que sua valorização recorrente no circuito financeiro pode ser uma alternativa ao investimento real das empresas.

Em termos mais rigorosos, pode-se dizer que esses saldos, apenas quando investidos na esfera real, efetivamente constituem poupança.

É claro que só a existência de crédito não garante a efetivação de investimento; é necessário que os empresários demandem esses recursos. Em resumo, “não obstante o grau de manobra da política monetária, a causa fundamental da variação do estoque monetário não está na manipulação de curto prazo que as autoridades monetárias podem realizar, mas no financiamento bancário das decisões de gasto dos capitalistas” (CINTRA,1993.pp.58).

A concepção da Teoria Quantitativa da Moeda está relacionada com a abordagem clássica de que a curva de oferta agregada é vertical e a economia trabalha em pleno emprego. Isso significa que não existe investimento, pois a capacidade instalada é dada e não existe capacidade ociosa. Para essa teoria, o investimento deve ser exógeno, não se relacionando com outras variáveis, como por exemplo os lucros.

Outro aspecto relevante é o caráter de equilíbrio estático da Teoria Quantitativa da Moeda, enquanto que o processo de desenvolvimento é dinâmico. Nesse sentido o conceito de equilíbrio perde o seu significado³⁸. “O equilíbrio não é a tendência natural da sociedade,..., não sendo os desajustes ou desequilíbrios sempre resultados de algum fenômeno externo” (MENDONÇA & NAKATANI,1996.pp.10). Isto é, a realidade não corresponde aos pressupostos da teoria hegemônica, na qual a ciência econômica é sem história e sem conflitos.

³⁸ “É preocupante a complacência com a qual um grande número de economistas encara o problema do desemprego. Essa atitude laxista não pode levar à construção de uma sociedade civilizada. Até quando se pode admitir que ex-quase-cidadões se conformem com o fato de que eles devem aceitar o seu desemprego e o seu sofrimento, como consequência de uma exigência “científica”? ” NETTO, Delfim. Desemprego. *Gazeta do Povo*.

A problemática da inflação é uma questão estrutural, que possui condicionantes não monetários (embora tenha expressão nessa esfera) relacionados com estrutura industrial, padrão de financiamento, conflitos distributivos, expectativas dos agentes, bem como com a interação da economia nacional e suas políticas macroeconômicas com a economia internacional.

Questiona-se, então, a consequência da política monetária baseada na Teoria Quantitativa da Moeda, e também os ajustes fiscais que cortam despesas com investimento, saúde, educação e mantêm intocáveis os gastos com juros.

4.6 O impacto da globalização sobre os conceitos de moeda e liquidez

As condições institucionais modificaram-se substancialmente, a partir de meados da década de 1960, com a internacionalização dos circuitos financeiros e o surgimento de inovações na engenharia financeira. Neste contexto, a oferta monetária pode, menos ainda, ser considerada rígida e controlável exogenamente pelos Bancos Centrais.

A desregulamentação eliminou a linha divisória entre bancos comerciais e outras instituições financeiras que também intermediam recursos, bem como fez surgir mercados onde as próprias empresas emitem títulos de dívida direta.

As inovações financeiras, inicialmente relacionadas aos títulos de dívida pública, flexibilizaram a oferta de ativos financeiros, ampliando ao máximo sua característica de instrumentos negociáveis (securitizados) de alta liquidez e rentabilidade. Dessa forma atende-se à exigência dos bancos que

devem contar com um ativo que possua liquidez elevadíssima, passíveis de serem rapidamente negociados nos mercados secundários em troca de reservas bancárias³⁹.

A instabilidade do padrão monetário e as conseqüentes flutuações das taxas de câmbio e de juros estão associados a mecanismos que visam essencialmente o encurtamento dos prazos dos ativos financeiros. Isso faz com a dinâmica do mercado de capitais se aproximasse cada vez mais das características de funcionamento dos mercados monetários, criando a figura das quase-moedas (CINTRA,1993).

A circulação das quase-moedas criou um dinheiro propriamente financeiro, que se valoriza a si mesmo e que não tem limite, salvo a credibilidade e o poder do sistema financeiro ante as autoridades monetárias, que atuam como credores de última instância.

A natureza da moeda se transformou com o desenvolvimento dessa nova ordem institucional. No processo de financeirização da riqueza capitalista existe um entrelaçamento complexo entre moeda, crédito e patrimônio. Com a volatilidade dos mercados de câmbio, a moeda não é mais reserva de valor. A preferência é pelos ativos financeiros geradores de juros e altamente líquidos, e não pela posse da moeda propriamente dita. A preferência pela liquidez foi ampliada para abarcar outros ativos que contém seguro contra corrosão inflacionaria, flutuações cambiais e volatilidade dos juros.

Nesse contexto, a antecipação do poder de compra (*finance*) para a realização de gastos em bens de investimento passa a ser efetuada cada vez mais na órbita financeiro-creditícia e não na monetário-creditícia; a relação de

³⁹ Isso traz conseqüências seríssimas sobre o crédito de longo prazo e, conseqüentemente, sobre o desenvolvimento.

causalidade do Investimento para a Poupança apontada por Keynes continue válida.

Nessa perspectiva, para KALDOR citado por CINTRA (1993), a decisão de gasto depende da liquidez numa dimensão mais ampla, e não apenas do acesso imediato ao dinheiro. A moeda em circulação (M1) é apenas parte da maior estrutura de liquidez da economia (M3). Na verdade, a participação de M1 se reduz pois, com a proliferação dos títulos de dívida direta, mantidos sob a forma de ativos financeiros remunerados e líquidos, aumenta a poupança agregada (M3) que agora passa a delimitar a disponibilidade de crédito na economia.

Deveria surgir daí a necessidade de se reduzir a instabilidade e a incerteza quanto ao investimento, para que essa massa monetária não ficasse presa nos circuitos das quase-moedas e da especulação financeira, sem qualquer impacto sobre o setor real. Contudo, esse “movimento de reservas provocado pela especulação leva a flutuações endógenas na dívida pública e no dinheiro, que retiram o caráter regulador autônomo da política monetária” (CINTRA,1993.pp.76).

Apesar de todas essas mudanças, os atuais *policy makers* continuam a implementar políticas histórica e conceitualmente ultrapassadas de controle da oferta monetária. No caso brasileiro, como vimos, essa atitude colide no curto prazo, com a possibilidade de crescimento econômico e, no longo prazo, com a tentativa de estabilização dos preços.

Tudo isso está relacionado ao fato de que, a despeito das mudanças mencionadas, os economistas e analistas de política continuam voltados para os efeitos do comércio de mercadorias e serviços sobre o setor real. Entretanto, “o crescente predomínio dos assuntos financeiros e monetários sobre o comércio no processo de globalização indica ser preciso

criar-se um novo arcabouço teórico que dê conta desses assuntos” (KREGEL,1996.pp.43).

Mas se “a moeda é neutra, o papel do Banco Central e das instituições financeiras de forma geral são objetos pouco relevantes em Teoria, assim os fenômenos monetários são irrelevantes no longo prazo e a teoria econômica deve concentrar seus esforços na análise dos determinantes dos fenômenos reais ”.Ou seja, isso se deve “à inessencialidade da moeda e, de uma forma geral, dos fenômenos financeiros reais em economias capitalistas em modelos de equilíbrio geral” (STUDART,1997.pp.431).

5. CONCLUSÃO

A dívida pública é a materialização da colocação de títulos no mercado financeiro com a dupla finalidade de financiar *déficits* orçamentários e implementar uma política monetária restritiva. Isso tem como pressuposto teórico a crença na neutralidade da moeda com referencial na Teoria Quantitativa da Moeda.

Este trabalho buscou evidenciar que, para outras teorias, a moeda é um ativo capaz de influenciar as tomadas de decisões dos agentes. Isto é, ela tem um papel fundamental no sistema econômico, o de sancionar *ex post* decisões *ex ante* de produção e investimento. São as decisões dos agentes que determinam a dinâmica econômica, principalmente as decisões relacionadas ao investimento, e a oferta monetária não é co-determinante fundamental e de primeira instância dessas decisões. Estas, são influenciadas pela capacidade de autofinanciamento dos agentes, pela expectativa de lucros, pelo grau de utilização da capacidade produtiva, pelas inovações tecnológicas e pela existência do crédito. Se a moeda fosse neutra, os bancos seriam apenas intermediadores de recursos e não possuiriam poder de multiplicá-la e criar o crédito. Nessa perspectiva, os fenômenos inflacionários transcendem a questão da gestão da moeda, e relacionam-se com o padrão de acumulação, financiamento e distribuição da riqueza.

A dinâmica básica do endividamento público eleva a taxa de juros, o que faz aumentar os seus encargos, e os *déficits* orçamentários passam a ter uma componente financeira relativa ao pagamento de juros.

As conseqüências do financiamento de *déficits* orçamentários com dívida pública relacionam-se com a natureza desses *déficits*. Se o gasto

correspondente ao *déficit* tem a capacidade de gerar receita futura, isto é, se o gasto do governo tem como contrapartida a injeção de renda na economia real, esse *déficit* é de natureza fiscal. Mas, se o gasto correspondente ao *déficit* estiver relacionado ao pagamento de juros, esse *déficit* é de natureza financeira, provavelmente significando transferência de renda da economia real para a esfera financeira. A rolagem da dívida pública só faz aumentar esse processo e desenvolver a lógica especulativa na circulação financeira da moeda.

Os ajustes fiscais preconizados pela teoria econômica tradicional são insuficientes para deter esse processo, pois não tem a capacidade de gerar receita futura com vistas ao pagamento dos encargos. Ao contrário, possuem um limite, já que não se pode fazer constantes cortes nos gastos fiscais sem provocar sérios efeitos adversos sobre o nível de produto. Isto é, não se pode substituir gastos fiscais com saúde, educação, infra-estrutura, etc., por gastos financeiros indefinidamente.

Historicamente, as políticas anti-inflacionárias deterioraram as finanças públicas, de modo que as dívidas públicas dos diversos países cresceram mais rapidamente que o PIB. Dessa forma, a desregulamentação e a liberalização financeira vieram como resposta da teoria monetarista à necessidade de ampliação do mercado para os títulos públicos. Esse movimento foi significativo na economia norte-americana e reorientou profundamente os fluxos de capitais internacionais. Esse processo, aliado à crise do padrão monetário ouro-dólar, deu origem à globalização financeira.

Na era da globalização financeira, o dólar não é mais um padrão de valor no sentido clássico dos regimes monetários, ele é uma moeda financeira em um sistema desregulado, sem paridades cambiais fixas e sem

padrão monetário rígido. Isto é, a economia não opera mais somente baseada em reservas bancárias e cambiais.

Após a endogeneização das moedas interbancárias, seria mais importante controlar se existe lastro em moeda financeira de origem pública e não a quantidade de moeda em circulação. Isso porque são as moedas emitidas pelos bancos centrais as unidades de conta e base legal para a denominação de contratos. O mercado financeiro pode criar moeda endógena, mais ela estará sujeita à avaliação privada e à aceitação generalizada. É da possibilidade de conversão na forma geral de aceitação desses títulos privados de alta liquidez que provêm a confiança necessária à sua reprodução. Por isso, nos momentos de crises de liquidez, as autoridades monetárias atuam como prestamistas de última instância emitindo moeda de aceitação generalizada. O enxugamento de liquidez através da emissão de dívida pública leva à emissão de moeda para o pagamento dos juros, o que apenas alimenta o processo de financeirização.

No sistema financeiro não globalizado e hierarquizado era possível visualizar nitidamente a separação entre moeda e outros ativos financeiros. A desregulamentação eliminou a linha divisória entre bancos comerciais e outras instituições financeiras que também intermediam recursos, como também fez surgir mercados onde as próprias empresas emitem títulos de dívida direta. Além disso, a rápida difusão dos sistemas de pagamentos operados de forma privada, vem reduzindo cada vez mais a capacidade dos bancos centrais de administrarem a criação e a circulação de moeda.

Isso significa que as condições institucionais modificaram-se na era da globalização financeira, existindo mecanismos de encurtamento dos prazos dos ativos financeiros que aumentaram a utilização da quase-moeda. Com isso, a dinâmica do mercado financeiro ficou muito próxima a do mercado monetário e a liquidez passou a ter uma dimensão mais ampla,

passando a ser determinada na órbita financeiro-creditícia e não mais na monetário-creditícia.

Atualmente, o conceito de moeda tornou-se bastante impreciso e sua natureza transformou-se de forma a instituir um entrelaçamento complexo entre moeda, crédito e patrimônio. Com a inexistência de um padrão monetário estável, a moeda não é mais reserva de valor e, conseqüentemente, a preferência pela liquidez não significa mais simplesmente a preferência pela posse da moeda.

Concluí-se que o endividamento público como política anti-inflacionária e como forma de financiamento dos *déficits* orçamentários é inócuo, pois perpetua o *déficit* de natureza financeira, com os títulos públicos transformando-se em quase-moedas e servindo apenas para alimentar a lógica especulativa.

Observando a economia brasileira, percebemos a limitação prática do diagnóstico baseado na Teoria Quantitativa da Moeda e da própria proposta de política de endividamento público. Isto é, como os desequilíbrios da economia brasileira propagam-se da esfera externa (restrições no balanço de pagamentos) para a fiscal e a financeira, a simples proposição do financiamento de *déficits* orçamentários com dívida pública ou de um ajuste fiscal não resolve os desequilíbrios.

No caso brasileiro, foi a ruptura de um padrão específico de financiamento que determinou a desorganização das finanças públicas. Os desequilíbrios fiscais e financeiros do governo brasileiro não devem ser vistos de modo simplificado, como se fosse apenas o excesso de gastos sobre as receitas. Os determinantes provenientes da vulnerabilidade externa brasileira foram e continuam sendo decisivos, enquanto que o endividamento público

como opção de financiamento dos *déficits* orçamentários é importante na propagação desses desequilíbrios.

Na economia brasileira, o endividamento público não evita a emissão de moeda, já que o pagamento dos juros não são realizados com receitas tributárias. Por sua vez, os ajustes fiscais implementados têm resultado somente em efeitos recessivos, pois cortam os gastos do governo destinados à economia real. Além disso, os gastos com juros permanecem na esfera financeira da circulação de moeda, não provocando aumento significativo da oferta agregada.

É extremamente preocupante a realidade atual da economia brasileira, pois os determinantes exógenos da globalização financeira alteraram a macroeconomia, o grau e a natureza da vulnerabilidade externa brasileira. A estabilização conquistada com o Plano Real é frágil, pois assenta-se em um novo ciclo de endividamento externo que se dá em condições mais instáveis do que na década de 1970 e está inserido na lógica financeira levada às últimas conseqüências.

Além da perpetuação da fragilidade e da dependência externa, o quadro atual também é importante no condicionamento dos desequilíbrios internos, na medida em que o estoque da dívida pública aumenta consideravelmente com a entrada de capitais na economia brasileira.

Os atuais fluxos de capitais para a economia brasileira potencializam a natureza financeira da dívida pública e fazem parte da lógica especulativa mundial. Isto é, se o endividamento externo das décadas de 1960 e 1970, que serviu para financiar programas de desenvolvimento econômico, teve como contrapartida uma dívida interna com natureza financeira, o que esperar desse endividamento caracteristicamente volátil e especulativo? Nesse sentido, é preciso ter claro que a política de abertura comercial e a própria

estabilização da economia não fazem parte de nenhum projeto de desenvolvimento nacional, mais vem atender principalmente as necessidades do capital globalizado.

Isso significa que as reformas estruturais, hoje tão apregoadas, provavelmente não terão o poder de equilibrar as contas públicas brasileiras, pois não propõem um padrão de financiamento de longo prazo para o desenvolvimento.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABREU, Marcelo Paiva et al. *Anexo Estatístico. A Ordem do Progresso*. Rio de Janeiro: Campus, 1992.
- ALCÂNTARA, Eurípedes. O capital que derrubou as fronteiras. *Veja*, São Paulo, 29 de março de 1995.
- ANDIMA. *Dívida pública 1994. (Séries Históricas)*.
- BATISTA, Paulo Nogueira. *O consenso de Washington: a visão neoliberal dos problemas latinos americanos em defesa do interesse nacional*. São Paulo: Paz e Terra, 1994.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga. Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In: TAVARES & FIORI. *O Poder e o Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Ed. Vozes, 1997.
- BOLETIM BANCO CENTRAL DO BRASIL V. 29 N° 3.
- BOLETIM BANCO CENTRAL DO BRASIL V. 30 N° 2.
- BOLETIM BANCO CENTRAL DO BRASIL V. 30 N° 3.
- BOLETIM BANCO CENTRAL DO BRASIL V. 31 N° 3.
- BOLETIM BANCO CENTRAL DO BRASIL V. 31 N° 7.
- BOLETIM BANCO CENTRAL DO BRASIL V. 32 N° 2.
- BOLETIM BANCO CENTRAL DO BRASIL V. 32 N° 4.
- BOLETIM BANCO CENTRAL DO BRASIL V. 32 N° 8.
- BOLETIM BANCO CENTRAL DO BRASIL V. 33 N° 4.
- BOLETIM BANCO CENTRAL DO BRASIL V. 33 N° 7.
- BRAGA, José Carlos. Financeirização Global. In TAVARES & FIORI *O Poder e o Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Ed. Vozes, 1997.
- CARNEIRO, Ricardo. Liberalização, ajustamento e estabilização. *Economia e Sociedade*, Campinas, n° 5, dez 1995.
- CARVALHO, David Ferreira. globalização financeira, estabilização e finanças públicas na economia brasileira. In. ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 2, 1997. *Anais...1997*.

- CHESNAIS, Francois. *A mundialização do capital em português*. São Paulo: Xamã VM, 1996.
- CINTRA, Marcos Antônio Macedo. *Uma visão crítica da teoria da repressão financeira*. Campinas: UNICAMP, 1993.
- COSTA, Fernando Nogueira. Mecanismo de transmissão monetária: interação e iteração. *Economia e Sociedade*, Campinas, n° 3 dez. de 1995.
- CRUZ, Paulo Roberto Chagas Davidoff. Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira. *Economia e Sociedade*, Campinas, n° 3, dez. 1994.
- _____. *Dívida externa e política econômica*. São Paulo: Brasiliense, 1984.
- COUTINHO, Luciano & BELLUZZO, Luiz Gonzaga. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. *Economia e Sociedade*, Campinas n° 7 dez. 1996.
- DAVDSON, Paul. Especulação cambial e moeda internacional: Tobin versus Keynes. *Revista Economia e Sociedade*, Campinas, n°7 dez.1996.
- DORNBUSCH, Rudiger & FISCHER, Stanley. *Macroeconomia*. 2° ed. São Paulo: Mcgraw-Hill, 1982.
- FANJZILBER, F. *La industrialización trunca de America Latina*, México: Nueva Imagen, 1983.
- FIORI, José Luís. *Os moedeiros falsos*. Petrópolis: Vozes, 1997.
- GOLDENSTEIN, Lídia. *Repensando a dependência*. São Paulo: Paz e Terra, 1984.
- GOMES, Gisella Colares. *O novo ciclo de endividamento externo: uma contextualização a partir do endividamento clássico brasileiro*. Fortaleza: UFC, 1995. (Monografia de Graduação)
- GONÇALVES, Reinaldo. O dinamismo econômico na Ásia: lições e Perspectivas. *Revista ANPEC*, Brasília, n° 2 dez. de 1997.

- GUTTMANN, Robert. A transformação do capital financeiro. *Revista Economia e Sociedade*, Campinas, n°7 dez. 1996.
- ISSLER, João victor & LIMA, Luiz Renato. Public debt sustainability and endogenous seignorage in Brazil: time series evidence from 1947-92. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA , 25, 1997, *Anais...1997*.
- KIM, Linsu. *National system of industrial innovation dynamics of capability building in innovation systems: a comparative analysis*. [S.1]: Oxford University Press, 1993.
- KREGEL, Jan A. Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais. *Revista Economia e Sociedade*, Campinas, n°7, dez., p. 48, 1996
- LIMA, G.P. Moeda transitória. *Revista de Economia*, n° 19, 1995.
- LIMA, G.P. *A curva de oferta agregada ascendente a longo prazo*. Curitiba, 1996. (Mimeo).
- LIMA, G.P. A outra face do plano real: estagnação e explosão da dívida pública. In. ENCONTRO DE ECONOMIA POLÍTICA, 2, 1997, *Anais...1997*.
- MATOS, Orlando Carneiro. *Econometria Básica*. Editora Atlas,1995.
- MEDEIROS, Carlos Aguiar. Globalização e a inserção internacional diferenciada da Ásia e da América Latina. In TAVARES & FIORI *O Poder e o Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997.
- MENDONÇA, Luís Jorge & NAKATANI, Paulo. Moeda e inflação: uma abordagem crítica sobre o pensamento hegemônico. In. ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA CLÁSSICA E POLÍTICA, 1, 1996, *Anais...1996*.
- MENDONÇA, Helder Ferreira. O papel da política monetária sob a interpretação Pós-Keynesiana. In. ENCONTRO DE ECONOMIA POLÍTICA, 2, 1997, *Anais...1997*.

MIRANDA, José Carlos. Dinâmica financeira e política macroeconômica. In TAVARES & FIORI *O Poder e o Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997.

PLIHON, Dominique. Desequilíbrios e instabilidade financeira. a responsabilidade das políticas liberais: um ponto de vista Keynesiano. *Revista Economia e Sociedade*, Campinas, n°7, dez. 1996.

SOARES, Paulo de Tarso. A propósito da onda liberal na economia brasileira. In. ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA CLÁSSICA E POLÍTICA, 2, 1996, *Anais...*1196.

STEINER, Roberto. Entradas de capitais na América Latina: causas, consequências e opções de política econômica. In: POLÍTICAS para o crescimento: a experiência da América Latina. Mangaratiba, 1994 (RJ), (Seminário promovido pelo FMI.)

STUDART, Rogério. Estado, o mercado e o financiamento do desenvolvimento nos anos 90. In: ENCONTRO DE ECONOMIA POLÍTICA, 2, 1997, *Anais...*1997.

TAVARES, Maria da Conceição. Ciclo e Crise: o movimento recente da industrialização brasileira. Rio de Janeiro, 1978 (Mimeo)

_____. A retomada da hegemonia norte americana. In TAVARES & FIORI *O Poder e o Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997.

_____. Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia norte americana. In TAVARES & FIORI, *O Poder e o Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997.

_____. & FIORI, José Luís. *Desajustes global e modernização conservadora*. São Paulo: Paz e Terra, 1993.

_____. & MELLIN, Luís Eduardo. A desordem globalizada e a nova dependência. *Revista da ANPEC*, Brasília, n° 2, dez. 1997.