

**“GLOBALIZAÇÃO”, DEPENDÊNCIA MONETÁRIA E  
VULNERABILIDADE EXTERNA**

**(Versão Preliminar)**

***Paulo Nogueira Batista Jr.***

Junho/2001

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>Introdução.....</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Assimetrias da “Globalização”.....</b>	<b>7</b>
<b>3.</b>	<b>“Globalização” Monetária?.....</b>	<b>9</b>
<b>4.</b>	<b>Dolarização na América Latina.....</b>	<b>13</b>
<b>5.</b>	<b>O Exemplo da Argentina.....</b>	<b>16</b>
<b>6.</b>	<b>Dependência Monetária em um Contexto de “Globalização” Assimétrica.....</b>	<b>19</b>
<b>7.</b>	<b>O Brasil depois da Crise Cambial de 1999.....</b>	<b>22</b>
<b>8.</b>	<b>Fragilidades da Flutuação Cambial Brasileira.....</b>	<b>23</b>
<b>9.</b>	<b>Herança do Plano Real.....</b>	<b>25</b>
<b>10.</b>	<b>Vulnerabilidade Externa do Brasil.....</b>	<b>27</b>
<b>11.</b>	<b>Reforma da Arquitetura Financeira Internacional?.....</b>	<b>29</b>
<b>12.</b>	<b>Autodefesa.....</b>	<b>30</b>
<b>13.</b>	<b>Autonomia Nacional e Desenvolvimento Econômico.....</b>	<b>36</b>
	<b>Referências .....</b>	<b>38</b>

## **“Globalização”, Dependência Monetária e Vulnerabilidade Externa (Versão Preliminar)\***

Paulo Nogueira Batista Jr.<sup>1</sup>

“Os conceitos universais são os mais vazios, a última fumaça da realidade evaporada.”

Friedrich Nietzsche

### **1. Introdução**

As discussões sobre “globalização” da economia, no Brasil e no exterior, têm trazido mais calor do que luz. De uma forma geral, a qualidade do debate não condiz com a quantidade de publicações, seminários, simpósios e eventos de todo o tipo. Temas complexos vêm sendo tratados de forma superficial e simplista. A fraseologia, não raro pomposa, substitui a análise. A evidência anedótica se sobrepõe à investigação dos dados econômicos. As abordagens dominantes, mesmo muitas que se apresentam como “críticas”, carecem de conteúdo analítico, base empírica adequada, espírito verdadeiramente crítico e perspectiva histórica. A linguagem e os conceitos utilizados nessa literatura acadêmica (ou semi-acadêmica) estão contaminados de preconceitos e de ideologia.

As contribuições ao debate sobre “globalização” podem ser agrupadas, grosso modo, em três vertentes principais: a favorável (ou positiva), a crítica (ou negativa) e a cética<sup>2</sup>. As duas primeiras, sobretudo a primeira, são mais comuns. Embora opostas, têm um traço de união: aceitam a existência do fenômeno da “globalização” e partem, em geral, da premissa de que estamos diante de uma “nova era” na história econômica mundial, caracterizada por integração abrangente e inédita entre os mercados nacionais.

Depois de um longo período de hegemonia da corrente favorável à “globalização”, a corrente crítica colheu muitas adesões mundo afora, em parte como resultado da numerosa série de convulsões cambiais e surtos de instabilidade financeira iniciada com as crises no leste da Ásia, em 1997, e na Rússia, em 1998. Essas crises impressionaram não só pela sua intensidade,

---

\* Texto preparado para o seminário “Globalização, Democracia e Desenvolvimento Social”, organizado pelo Centro Brasileiro de Relações Internacionais – CEBRI. Versão concluída em junho de 2001.

<sup>1</sup> Economista e professor da Fundação Getúlio Vargas em São Paulo.

<sup>2</sup> Galvão, 1998, p. 50-1.

mas também por terem contagiado várias outras partes da economia mundial, especialmente economias da periferia. Na América Latina, inclusive em países da importância do Brasil e da Argentina, os estragos foram bastante consideráveis. Como seria de esperar, os defensores e ideólogos da “globalização” entraram numa fase mais defensiva.

Contudo, essa polarização entre defesa e rejeição da “globalização” parece inconveniente, sobretudo para países em desenvolvimento como o Brasil. No interesse da correta formulação das políticas econômicas e de inserção internacional, talvez seja recomendável tomar certa distância do confronto entre partidários e adversários da “globalização”. É justamente o que procura fazer a terceira das vertentes acima referidas, ao questionar o próprio terreno em que se dá o debate entre as duas primeiras, isto é, os seus termos, conceitos e base empírica. A corrente cética coloca em dúvida a abrangência do processo de internacionalização das últimas três ou quatro décadas, a suposição de que se trata de fenômeno inteiramente inédito e irreversível e até mesmo a validade do conceito de “globalização” e de noções a ele associadas como a diluição das fronteiras, o declínio do Estado nacional e o predomínio de empresas “transnacionais”, sem viés ou base nacional identificáveis.

Como notou documento recente do Fundo Monetário Internacional, o termo “globalização” adquiriu “considerável força emotiva”<sup>3</sup>. Em conseqüência, as posições adotadas nesse debate tendem facilmente à simplificação e à caricatura. A posição favorável pode degenerar em conformismo ou mera apologia dos poderes estabelecidos em nível internacional. Já a posição crítica ou negativa degenera, às vezes, em visões cataclísmicas ou catastróficas, bem ao gosto de certa tradição na história do pensamento econômico. A posição cética, por sua vez, corre o risco de degenerar em uma visão estática, que tende a negar a relevância de certas mudanças para o desenho e a implementação das políticas econômicas nacionais, dos acordos internacionais e da atuação das instituições multilaterais.

Não é difícil perceber as raízes intelectuais e ideológicas dos posicionamentos adotados no debate recente sobre “globalização” e, assim, situá-los na história das idéias econômicas e políticas. É bastante nítido o parentesco entre as três vertentes básicas do debate e o espectro ideológico tradicional<sup>4</sup>. No campo econômico, esse parentesco tem conseqüências práticas importantes, que merecem mais atenção do que em geral têm recebido.

---

<sup>3</sup> International Monetary Fund, 2000, p. 1.

<sup>4</sup> Galvão, 1998, p. 52.

A posição favorável ou positiva tem raízes no liberalismo econômico. A posição crítica, especialmente quando assume feições apocalípticas, remonta não raro à tradição marxista (o próprio Marx é apresentado com frequência como “profeta da globalização”). E as raízes da vertente cética estão no nacionalismo econômico, em particular no pensamento keynesiano.

Em muitos casos, o nacionalismo é (ou foi) o pensamento econômico dominante nos países relativamente atrasados ou de desenvolvimento tardio, inclusive naqueles que, depois de desenvolvidos, passaram a pregar o liberalismo e a abertura. Desde a sua independência e ao longo do século XIX, os EUA, por exemplo, sempre resistiram às doutrinas e lições práticas da economia política clássica, de origem predominantemente inglesa. Preferiam Alexander Hamilton a Adam Smith. Da mesma forma, a Alemanha, durante a sua fase de unificação política e consolidação econômica nas últimas décadas do século XIX, nunca aceitou sem restrições o “laissez-faire” e o livre-comércio, e aconselhava-se mais com a economia política de Friedrich List do que com a de David Ricardo ou Stuart Mill.

No século XX, o nacionalismo encontrou nas contribuições de Keynes e discípulos (na nossa região, Raúl Prebisch e Celso Furtado, notadamente) a base de teoria econômica para formular um projeto alternativo ao liberalismo clássico tradicionalmente recomendado pelas grandes potências. Na América Latina, esse projeto tomou a forma do desenvolvimentismo cepalino ou estruturalista. Essa é a tradição que está sob ataque cerrado, desde a décadas finais do século XX, em nome da “nova era da globalização”.

Por esses e outros motivos, o debate sobre “globalização”, apesar de muitas vezes resvalar para a vulgaridade e para a simples ideologia, no pior sentido da palavra, continua e continuará a ser de importância estratégica para o Brasil e outros países subdesenvolvidos ou em fase de desenvolvimento e consolidação.

Uma discussão mais criteriosa de algumas das questões econômicas abordadas nesse debate permanece relevante, a despeito do muito que se publicou sobre o tema nos anos recentes --- mesmo no Brasil, país em que raramente temas econômicos e internacionais são abordados com tal intensidade.

A finalidade deste trabalho é avaliar alguns aspectos da dimensão econômico-financeira do chamado processo de globalização com referência especial aos problemas monetários e cambiais da América Latina, particularmente do Brasil e da Argentina. O trabalho está organizado da seguinte forma. A seção 2 comenta brevemente o caráter assimétrico e desigual do processo de internacionalização das décadas finais do século XX com a finalidade de preparar o terreno para a discussão posterior das questões

monetárias e cambiais. A seção 3 argumenta que no campo monetário, assim como em outras áreas, o debate sobre “globalização” tem sido marcado por mitos e mistificações. Diferentemente do que se afirma com certa insistência, não estão surgindo moedas mundiais e nem há, excetuado o caso do euro, movimento perceptível na direção de blocos monetários. Na seção 4, discute-se em termos gerais o avanço gradual de diferentes formas de dolarização na América Latina, relacionando-o à chamada “globalização financeira” das décadas recentes. Argumenta-se que o extraordinário crescimento do volume e da velocidade dos fluxos de capital financeiro pode colocar em risco não apenas a estabilidade como até mesmo a sobrevivência das moedas nacionais na América Latina e em outras regiões da periferia da economia internacional.

A seção 5 analisa a experiência da Argentina desde os anos 90, uma ilustração dramática dos custos econômicos decorrentes do abandono da autonomia monetária e cambial. Na seção seguinte, apresenta-se uma discussão mais geral do problema da dependência monetária, frisando os seus inconvenientes e riscos em um contexto de “globalização” desigual e assimétrica.

A segunda metade do trabalho trata sobretudo do caso brasileiro. A seção 7 comenta a melhora da posição do Brasil depois da crise cambial de 1999, enfatizando que a depreciação cambial e a passagem para um regime de flutuação, sem perda de controle sobre a inflação, deve ser considerada uma vitória significativa, ainda que não planejada, da política econômica brasileira. Na seção 8, mostra-se, contudo, que a flutuação cambial apresentou, desde o início, pontos de fragilidade que não chegaram a ser enfrentados. A herança financeira do período de sobrevalorização cambial, resumida na seção 9, e a persistência da vulnerabilidade externa, examinada na seção 10, constituem pesadas restrições à execução da política econômica e à retomada do crescimento econômico.

A seção 11 aborda a questão da reforma da arquitetura financeira internacional, tema que esteve em voga logo após a eclosão das crises no leste da Ásia e na Rússia. Defende-se o ponto de vista de que o Brasil pouco pode esperar de iniciativas multilaterais no campo das finanças internacionais. A expectativa, provavelmente ilusória, de uma solução global para os problemas monetários e financeiros acaba desviando a atenção do que é realmente fundamental: as iniciativas que podem e devem ser tomadas no âmbito nacional. A seção 12, de caráter normativo ou programático, apresenta as linhas gerais de uma estratégia de autoproteção voltada para a redução da vulnerabilidade da economia brasileira e da sua dependência em relação a capitais estrangeiros e outras variáveis externas. A seção 13 conclui com a advertência de que, no horizonte visível, o quadro nacional e internacional

exigirá medidas sistemáticas de autodefesa, condição “sine qua non” para viabilizar uma trajetória de desenvolvimento sustentado e evitar que a primeira década do século XXI venha a ser mais uma década perdida em termos de crescimento econômico.

## 2. Assimetrias da “Globalização”

Nem sempre se dá ênfase suficiente ao caráter marcadamente assimétrico do processo de internacionalização econômica iniciado (ou retomado) nas décadas finais do século XX. Tão assimétrico e desigual é esse processo que o próprio termo “globalização” (ou “mundialização”, como preferem os franceses) se revela impróprio e enganoso. Daí que melhor é utilizá-lo sempre entre aspas para marcar distanciamento e ironia.

Já tratei em outras ocasiões dos mitos e mistificações associadas ao tema da “globalização”<sup>5</sup>. Não pretendo, neste trabalho, retomar essa polêmica, mas sim argumentar que as assimetrias e limitações da internacionalização recente têm implicações para a definição de aspectos cruciais das políticas econômicas. Ao não considerá-las devidamente, os países podem ser levados a decisões estratégicas contraproducentes e até perigosas.

Uma assimetria fundamental é a que se refere ao grau de internacionalização do capital e do trabalho. A força de trabalho continua a ser um fator bastante imóvel internacionalmente, mesmo em uma região como a Europa ocidental e central, a única que avançou de forma ampla e profunda em termos de integração. Os mercados de trabalho estão longe de “globalizados”. Ao contrário, diversas barreiras à circulação internacional de trabalhadores aumentaram de modo considerável em plena “era da globalização”. Notoriamente, os países que lideram a “globalização” têm imposto restrições pesadas à entrada de trabalhadores originários da América Latina, África e Ásia.

Até dentro do campo do trabalho, há assimetrias notáveis. Uma é a posição dos trabalhadores dos países desenvolvidos (geralmente contrários à imigração de trabalhadores oriundos da periferia do sistema internacional e à concorrência de importações provenientes dos países menos desenvolvidos --- produzidas, segundo os porta-vozes do protecionismo “politicamente correto”, com salários de fome, trabalho infantil e agressões ambientais). Outra completamente diferente é a posição dos trabalhadores dos países em desenvolvimento que, se consultados, prefeririam, naturalmente, a liberdade

---

<sup>5</sup> Batista Jr., 1998 e 2000, p. 27-70.

de ir e vir e o aumento das oportunidades de trabalho proporcionado pela possibilidade de exportar com menos restrições para os mercados dos países desenvolvidos. Além disso, a mobilidade internacional, que é reduzida ou nula para a grande massa de trabalhadores pouco qualificados, pode ser alta nos casos de profissionais altamente qualificados, ainda que originários de países em desenvolvimento.

Há assimetrias também quanto ao grau de “globalização” dos diferentes tipos de capital. De uma maneira geral, a mobilidade internacional do capital aumentou de forma significativa, em resposta a fatores como a liberalização dos mercados e progressos tecnológicos nos campos da informática e das telecomunicações. Mas a internacionalização é mais intensa para os fluxos financeiros do que para as estruturas produtivas; para as grandes empresas do que para as de menor porte; para as empresas dos países desenvolvidos do que para as dos países em desenvolvimento.

A dinâmica macroeconômica, particularmente, nas economias de dimensão média ou grande, continua dominada por fatores domésticos, resultando freqüentemente em assincronia dos ciclos econômicos, mesmo entre países que mantêm forte intercâmbio entre si. Um exemplo notável dessa assincronia está na acentuada discrepância entre o desempenho das economias dos EUA e do Japão durante quase toda a década de 90. Se já existisse, de fato, uma economia “global”, com grande integração dos mercados nacionais, seria inconcebível uma divergência tão pronunciada, durante tantos anos, entre o desempenho das duas maiores economias do planeta.

Mesmo no campo financeiro, é bastante desigual o alcance do processo de internacionalização das economias. O que avançou de modo extraordinário foi a interligação dos mercados financeiros de curto prazo (mercados de câmbio, bolsas de valores e outros investimentos de portfólio). No que se refere, contudo, aos fluxos financeiros mais estáveis e de prazo mais longo, o grau efetivo de integração internacional continua menor do que sugere o uso generalizado dos termos “globalização” ou “mundialização” financeira. Como a oferta de financiamento internacional a longo prazo é relativamente limitada, continua a existir significativa correlação entre as taxas de formação bruta de capital fixo e as taxas internas de poupança dos diferentes países, no médio e longo prazos. Em outras palavras, déficits elevados nos balanços de pagamentos em conta corrente não costumam ser sustentados por muito tempo. Isso é particularmente verdadeiro para as economias em desenvolvimento que, como voltou a se verificar nos anos 90, podem passar facilmente da condição de “mercado emergente” a “mercado submergente” quando confiam demais nas traiçoeiras oportunidades proporcionadas pela chamada globalização financeira.

Quais as implicações dessas e outras assimetrias para a formulação da política econômica de países como o Brasil? Em que medida e de que forma a “globalização”, especialmente dos fluxos financeiros de curto prazo, restringe de fato as opções da política econômica nacional, especialmente nos campos monetário e cambial? Qual a margem de manobra de que dispomos para tirar proveito das oportunidades e enfrentar os desafios decorrentes do processo de internacionalização em curso nas últimas décadas? Que perspectivas oferece o debate sobre a “reforma da arquitetura financeira mundial”? Quais as medidas de autoproteção que o Brasil pode tomar para se prevenir contra as turbulências associadas à “globalização” dos mercados financeiros?

Essas são algumas questões que serão abordadas nas seções subsequentes deste trabalho.

### **3. “Globalização” Monetária?**

Começamos pela questão monetária. Também nesse terreno o debate sobre “globalização” tem sido fértil em mitos e mistificações. Ao longo dos anos 90, ganhou certo peso o ponto de vista de que a “globalização”, especialmente na sua dimensão financeira, estaria tornando inviáveis ou obsoletas as moedas nacionais na periferia do sistema mundial. As numerosas e violentas crises cambiais da década passada seriam uma indicação dessa tendência.

Em contrapartida, prossegue o argumento, aumentaria inexoravelmente o poder das moedas mundiais ou regionais. Como parte da movimento geral de “globalização”, tenderia a ocorrer a transferência gradual das funções monetárias para algumas poucas moedas de grande credibilidade. As moedas periféricas estariam com os dias contados. Do ângulo monetário, especificam alguns, a economia mundial caminharia para a consolidação de três grandes blocos ou áreas: o bloco do dólar nas Américas, o do euro na Europa e o do iene na Ásia.

Esse tipo de interpretação, embora bastante difundido, tem pouca base real. Não existe, a rigor, moeda mundial ou global. O único embrião disso, o direito especial de saque, emitido pelo FMI, nunca chegou a vingar como moeda internacional e cumpre um papel muito limitado, basicamente no âmbito do próprio Fundo. Com a exceção do euro, que é uma moeda regional, as chamadas moedas mundiais são moedas nacionais que desempenham funções monetárias internacionais, isto é, as funções clássicas de meio de troca, unidade de conta ou reserva de valor em âmbito internacional, fora do seu país de origem. Esse é, notadamente, o caso do dólar dos EUA.

Desde a Segunda Guerra Mundial até a criação do euro, o dólar tem ocupado a cena monetária internacional praticamente sem concorrentes, fato que conferiu aos EUA aquilo que De Gaulle chamou certa vez de “privilégio exorbitante”, vale dizer, a possibilidade de financiar com passivos monetários, e como tal não-remunerados, desequilíbrios em suas contas externas e de ampliar as suas receitas de “seignorage” graças à utilização da sua moeda no exterior. Esse privilégio resulta, evidentemente, do caráter ambivalente do dólar, que é, por um lado, uma moeda nacional, o passivo monetário de um banco central nacional, a Reserva Federal, e, por outro, uma moeda internacional, de ampla circulação e aceitação fora dos EUA. Não é por outra razão que os EUA sempre se opuseram a, ou pelo menos nunca encorajaram, propostas de reforma que envolvessem a criação de uma moeda verdadeiramente mundial. Pelo mesmo motivo, não receberam com simpatia a criação da moeda européia.

A criação do euro e do seu emissor, o Banco Central Europeu, constitui, na realidade, o único caso importante de formação de um bloco monetário. Trata-se de uma experiência singular, não existindo perspectiva de algo equivalente em outras regiões do mundo.

Não há qualquer sinal, nem mesmo remoto, de construção de um bloco monetário na Ásia. Nem o iene do Japão, nem o iuan da China reúnem as condições para servir de base à negociação de uma associação monetária que englobasse uma parte significativa do continente. A China, note-se, não impôs o iuan sequer a Hong Kong que, incorporado em 1997 como região administrativa especial, preservou a sua própria moeda, o dólar de Hong Kong, vinculado ao dólar dos EUA, desde 1983, em um esquema de “currency board” (conselho da moeda ou caixa de conversão).

Um mínimo de conhecimento das relações entre o Japão e os seus vizinhos permite perceber o quanto é ilusória a idéia de que se possa formar, num horizonte visível, um bloco monetário em torno do iene. A moeda é sempre e em toda parte uma questão política. Desse ponto de vista, a situação no leste da Ásia é completamente distinta da que se observa na Europa. O euro é o resultado de um esforço planejado de integração regional, que remonta aos anos 50 e só pode ser plenamente compreendido como um processo de natureza e objetivos não só econômicos, mas também políticos. Essa grande negociação, conduzida fundamentalmente pela França e a Alemanha, produziu uma conciliação política duradoura e a superação das rivalidades que estiveram no cerne das duas guerras mundiais do século XX.

Na Ásia, ao contrário, os traumas e ressentimentos da Segunda Guerra Mundial ainda estão por ser superados. Não há hipótese de coreanos, chineses e outras nações do leste da Ásia aceitarem a liderança japonesa em um

processo de integração regional. O próprio Japão mostra-se pouco inclinado a abrir mão de sua autonomia em favor de uma integração mais forte com as demais economias da região. Nem propostas mais limitadas de unificação monetária, envolvendo um número pequeno de países, têm sido discutidas seriamente. No leste da Ásia, a única experiência recente de adoção de uma moeda estrangeira é a de Timor Leste, caso singular (e absurdo, diga-se de passagem) em que uma administração temporária da ONU estabeleceu, contra a vontade dos líderes timorenses, o dólar dos EUA como moeda oficial supostamente transitória, até que o futuro governo independente de Timor decida o que fazer em matéria monetária.

É significativo, também, o que aconteceu com as moedas asiáticas desestabilizadas pela crise de 1997. Até a eclosão dessa crise, a grande maioria das moedas atingidas estava operando sob regimes de ancoragem cambial, mais ou menos semelhantes ao que vigorou no Brasil até janeiro de 1999. Esse gênero de modelo cambial costuma aumentar a vulnerabilidade externa da economia e limitar substancialmente a autonomia da política monetária, que fica obrigada a defender a âncora cambial, independentemente da situação e das necessidades da economia nacional. Nesse tipo de modelo, quanto maior a mobilidade internacional do capital, menor a margem de manobra do banco central e maior a subordinação da economia doméstica a fatores externos, fora do seu controle.

Desde 1997, diminuiu consideravelmente o número de países asiáticos que adotam modelos de ancoragem cambial, como bandas cambiais, taxas de câmbio fixo ajustáveis e assemelhados. A maioria das moedas que estiveram no epicentro do terremoto financeiro passou a um regime de flutuação cambial. Foi o que aconteceu com o baht tailandês, a rúpia indonésia, o peso filipino e o won sul-coreano. As exceções foram o ringgit malaio e o dólar de Hong Kong. Depois de uma temporada de flutuação e depreciação, o ringgit acabou voltando a um regime de câmbio fixo, protegido, porém, por controles rigorosos e controvertidos sobre a conta de capitais do balanço de pagamentos. O dólar de Hong Kong sofreu fortes pressões, mas conseguiu manter, a duras penas, a rígida ligação com o dólar dos EUA.

Tendência semelhante pôde ser observada em outras regiões do mundo. Assim como na Ásia, a crise cambial deu lugar, em quase todos os casos, à flutuação cambial e não, como esperavam e recomendavam alguns economistas, a sistemas de subordinação monetária no estilo dos “currency boards” ou à adoção de uma moeda estrangeira em substituição à moeda nacional em crise. O peso mexicano, o rublo russo, o real brasileiro, o peso colombiano, o peso chileno e, mais recentemente, a lira turca, moedas que, a exemplo das asiáticas acima mencionadas, operavam sob regime de

ancoragem ajustável antes das crises cambiais dos últimos anos, passaram também ao regime de flutuação. Em junho de 2001, até mesmo a Argentina, tão comprometida com o “currency board” instaurado em 1991, deu alguns passos na direção da flexibilização cambial. Na América Latina, a exceção foi o Equador que, submetido a forte ataque especulativo, abandonou um regime de bandas cambiais em fevereiro de 1999, experimentou em seguida um período de flutuação, mas acabou caindo na dolarização plena em fevereiro de 2000<sup>6</sup>.

Assim, ao contrário do que às vezes se afirma, a tendência mundial dominante, em plena era de suposta “globalização”, é na direção da flutuação cambial e, portanto, de maior autonomia monetária nacional. Em condições de elevada mobilidade do capital, o regime de flutuação é o único que permite sustentar políticas monetárias orientadas para objetivos nacionais. Por esse motivo, a flutuação é o regime adotado pelos países desenvolvidos desde o início dos anos 70.

Na periferia, reproduziu-se com algum atraso a tendência observada no centro da economia internacional desde o colapso, em 1971-73, do modelo de taxas de câmbio fixas ajustáveis estabelecido em Bretton Woods. O euro, que é a exceção mais importante a essa tendência geral, flutua em relação às demais moedas (excetuadas, naturalmente, as moedas nele ancoradas, como o kroon da Estônia). E a Europa, assim como os EUA e o Japão, não cogita de submeter a sua moeda a acordos internacionais de estabilização cambial.

Nas Américas, e mesmo na América do Norte, não existe sequer esboço de algo comparável ao euro. Por falta de interesse dos EUA, não há negociação de bloco monetário em curso ou mesmo propostas sérias nessa direção. A questão monetária e cambial nunca esteve na agenda do Acordo de Livre Comércio da América do Norte, o NAFTA, que existe desde 1994. O dólar dos EUA, o dólar canadense e o peso mexicano flutuam entre si, não raro de forma acentuada, o que não impediu, diga-se de passagem, forte ampliação dos fluxos de comércio entre os três países.

Os EUA não se opõem, evidentemente, à adoção unilateral do dólar por outros países. Afinal, como declarou o então secretário do Tesouro, Lawrence Summers, em audiência no Senado dos EUA, trata-se de um “empréstimo sem juros aos EUA”<sup>7</sup>. Mas o governo e o banco central dos EUA indicaram, claramente, em mais de uma ocasião, que não desejam assumir compromissos internacionais, mesmo limitados, no campo monetário. Em 1999, recusaram

---

<sup>6</sup> El Salvador e Guatemala também tomaram o rumo da dolarização em 2001, porém não como resultado de crises cambiais ou ataques especulativos contra as moedas locais, mas da prioridade atribuída à diminuição das taxas de juro internas e ao aprofundamento da integração com a economia dos EUA.

<sup>7</sup> Summers, 1999, p. 3.

tratado de associação monetária, sugerido pela Argentina no final do governo Menem. É sintomático, também, que a grande proposta de integração dos EUA para o continente, a Área de Livre Comércio das Américas, a ALCA, apesar de sua agenda muito abrangente, que transcende em muito o escopo de uma área de comércio tradicional, não inclua a questão da unificação monetária ou mesmo propostas mais modestas de estabilização cambial.

#### **4. Dolarização na América Latina**

O que está acontecendo nas Américas é um avanço gradual e não coordenado da dolarização, termo que tem sido usado para designar três fenômenos aparentados ou interrelacionados, porém distintos: a) a dolarização espontânea ou informal; b) a introdução de “currency boards”; e c) a dolarização plena. Essas três modalidades de dolarização vêm ganhando espaço na América Latina nos últimos dez ou quinze anos.

No caso da dolarização espontânea ou informal, os agentes econômicos, estimulados por inflação elevada na moeda nacional e/ou por processos de liberalização financeira, substituem a moeda do país pelo dólar como meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor. Contratos internos, transações de vários tipos, até mesmo de varejo, e depósitos no sistema bancário nacional passam a ser denominados e liquidados em dólares. Embora não pressuponha iniciativa ou sanção oficial e aconteça, em geral, de forma não-planejada, o movimento de substituição monetária pode resultar também de certas decisões do próprio governo, como por exemplo a de autorizar empréstimos e depósitos em dólares no sistema financeiro doméstico com a finalidade de contrarrestar a fuga de capitais para o exterior ou de estimular a reativação dos fluxos de crédito. Uma vez iniciada, a substituição monetária tem-se mostrado difícil de reverter, apresentando tendência a persistir mesmo depois que se consegue sucesso no combate à inflação. Até em países que adotam regimes de câmbio flutuante, como o Peru e o Uruguai, esse primeiro tipo de dolarização pode ser um fenômeno de grande alcance e persistência.

O segundo tipo de dolarização, o “currency board”, é mais raro. Na América Latina, o único caso importante de dolarização nesse segundo sentido é o da Argentina, cuja célebre lei de conversibilidade, de 1991, atrelou a moeda argentina ao dólar, até recentemente de forma muito rígida. Esse regime monetário, que consiste em uma ancoragem cambial reforçada, tem como características principais a fixação da taxa de câmbio em relação ao dólar (ou alguma outra moeda de credibilidade internacional), a plena conversibilidade (a eliminação de restrições à transformação de moeda

nacional em moeda estrangeira e vice-versa) e a definição de um “lastro” para a moeda nacional (uma regra que subordina a emissão de passivos monetários à existência de reservas em dólares)<sup>8</sup>.

O terceiro tipo de dolarização, a plena, implica a castração monetária, a supressão total ou quase total da moeda nacional. Nesse caso extremo, o país perde toda a confiança na possibilidade de administrar uma moeda própria. O dólar é declarado moeda de curso legal em substituição à moeda nacional, que desaparece inteiramente ou fica reduzida à condição de moeda metálica ou moeda de troco para transações de varejo. Até recentemente, o único caso relevante dessa terceira modalidade era o Panamá, um país “sui generis”, como se sabe<sup>9</sup>. Em 2000 e 2001, tivemos mais três casos de dolarização: Equador, El Salvador e a Nicarágua.

Quais são as razões do avanço da dolarização na América Latina? Pode-se atribuí-lo à sucessão de crises cambiais e de endividamento externo das décadas de 80 e 90? Não há dúvida que esses episódios debilitaram os Estados nacionais latino-americanos e as moedas de sua emissão. Em questão de apenas trinta anos, a maioria das principais economias da região endividou-se pesadamente na década de 70, passou pela longa e dolorosa crise da dívida dos anos 80, recuperou acesso aos mercados externos de capital no início dos 90, viveu novos momentos de bonança financeira e experimentou, em seguida, o colapso do “boom” dos “mercados emergentes”.

Mas essa explicação parece insuficiente. Turbulências cambiais e financeiras, associadas a flutuações no acesso aos mercados internacionais de crédito, não são fatos novos na história econômica da América Latina. Desde os tempos da independência política, nas primeiras décadas do século XIX, a região atravessou diversos ciclos de endividamento externo, marcados pela alternância de fases de liquidez abundante e ingressos volumosos de capital estrangeiro e fases de escassez de crédito e estrangulamento cambial<sup>10</sup>. No século XIX, houve três ciclos de endividamento, um primeiro na década de 20, logo depois da independência, um segundo nas décadas de 50 e 60, associado à construção de ferrovias, e um terceiro nos anos 80. Todos esses episódios terminaram em crises cambiais e moratórias. No século XX, houve uma quarta onda de endividamento externo na década de 20, que terminou em 1929 com o colapso dos preços das “commodities” e a Grande Depressão. Contando os ciclos mais recentes, a “reciclagem dos petrodólares” nos anos 70

<sup>8</sup> Sobre o funcionamento do “currency board” ver, por exemplo, Tobin, 1999, p. 69-71.

<sup>9</sup> Até o início do século XX, o Panamá era uma província da Colômbia. Em face de resistências colombianas à construção do canal que ligaria o Atlântico ao Pacífico, os EUA resolveram apoiar uma sublevação separatista que levou à criação do Panamá. Desde o início, o dólar dos EUA foi a moeda oficial do país. A moeda panamenha, o balboa, serve apenas como moeda de troco.

<sup>10</sup> Bordo, Eichengreen & Irwin, 1999, p. 47-51.

e a euforia com os “mercados emergentes” nos 90, foram, ao todo, nada menos que seis grandes ciclos de endividamento, euforia e colapso financeiro nos últimos dois séculos.

Desde o final do século XX, contudo, os problemas financeiros da América Latina e as propostas apresentadas para enfrentá-los têm apresentado certas peculiaridades. Uma delas é justamente o avanço da dolarização. No campo monetário, a instabilidade decorrente das crises cambiais e de endividamento traz uma ameaça nunca antes vista, pelo menos não com a intensidade atual --- uma ameaça à própria existência de moedas nacionais na América Latina e, talvez, em outras regiões da periferia da economia mundial.

Até quinze anos atrás, o tema da dolarização quase não despertava atenção. Na década de 90, contudo, aumentou muito o interesse pelo assunto nos EUA e na América Latina. Já existe uma profusão de estudos, pesquisas, e “position papers” que colocam em dúvida as possibilidades de sobrevivência das moedas latino-americanas. Não há consenso sobre a questão, mas boa parte dessas análises concluem pela conveniência da dolarização da América Latina, ou pelo menos de algumas das economias da região<sup>11</sup>.

O que explica o interesse crescente por essa questão? Uma razão básica é, evidentemente, o enfraquecimento da credibilidade das moedas latino-americanas. Não se deve esquecer que as crises cambiais dos anos 90 foram precedidas pelos mais graves processos inflacionários da história estatisticamente documentada de muitos países da região. Grande parte da América Latina experimentou taxas de inflação muito elevadas e até hiperinflações nos anos 80 e início dos 90. Mesmo em termos da história econômica mundial, são poucos os processos inflacionários de intensidade e duração comparáveis aos episódios latino-americanos desse período recente. Pela sua gravidade, as crises inflacionárias abalaram de forma duradoura a confiança, nunca muito firme, nas moedas nacionais da região.

Nas décadas finais do século XX, houve também uma expansão sem precedentes dos fluxos internacionais de capital. É verdade que em termos de movimentos líquidos de capital, medidos pelos déficits de balanço de pagamentos em conta corrente, os fluxos recentes são comparáveis ou até inferiores aos registrados em outros períodos históricos, notadamente nas três ou quatro décadas que antecederam a Primeira Guerra Mundial<sup>12</sup>. Mas tanto em termos do volume dos fluxos brutos como da velocidade dos

---

<sup>11</sup> O Congresso dos EUA, por exemplo, tem estado bastante ativo na promoção de estudos, debates e audiências públicas sobre a dolarização. Como seria de esperar, a conclusão preponderante desses estudos e audiências é que a dolarização interessa aos EUA e pode interessar a pelo menos parte dos países da América Latina. Ver, por exemplo, U.S. Senate, 1999a e 1999b; Schuler, 1999; e Stein, 1999.

<sup>12</sup> Batista Jr., 1998, p. 132-4.

deslocamentos internacionais de capital, o que vem ocorrendo desde os anos 70, e especialmente nos 90, não parece ter precedente histórico.

Nessas condições, o processo de endividamento externo e as vulnerabilidades a ele associadas adquirem um caráter mais perigoso e podem colocar em risco a soberania monetária e outros aspectos centrais da autonomia nacional na América Latina e em outras regiões<sup>13</sup>.

## 5. O Exemplo da Argentina

As vicissitudes da Argentina desde 1998 constituem uma ilustração perfeita dos custos associados ao abandono da autonomia monetária e cambial. Em termos macroeconômicos, o cerne das dificuldades argentinas está na subordinação do peso ao dólar. O “currency board” implantado em 1991 só funcionou bem enquanto o ambiente externo era favorável, isto é, enquanto a Argentina, “mercado emergente” supostamente promissor, conseguiu atrair grandes volumes de capital estrangeiro e enquanto o Brasil ajudou via Mercosul e persistente sobrevalorização do real.

A partir de 1997-98, porém, a Argentina, assim como outros “mercados emergentes”, sofreu uma sucessão de choques externos: a contração da oferta de capitais estrangeiros em decorrência das crises no leste da Ásia e na Rússia, um declínio dos termos de intercâmbio externo, a crise do Brasil e a desvalorização acentuada do real, a desaceleração marcada da economia dos EUA, entre outros. Nesse contexto, a rigidez do modelo monetário e cambial revelou-se uma desvantagem muito maior do que admitiam os seus inúmeros defensores dentro e fora da Argentina. A economia mergulhou em uma recessão prolongada e as taxas de desemprego aumentaram de forma considerável. Os índices de preços chegaram a registrar pequena deflação em alguns períodos. Apesar da recessão, os déficits externos em conta corrente permaneceram elevados, uma clara indicação de que o peso está gravemente sobrevalorizado.

Uma economia nessa situação precisaria, normalmente, de políticas monetárias e fiscais, que estimulassem a demanda interna. Precisaria, também, de uma desvalorização cambial substancial, capaz de contribuir para reativar a economia deprimida e reduzir a sua dependência em relação a capitais externos.

Preso à camisa-de-força do “currency board”, a Argentina foi obrigada a fazer o oposto. O peso registrou forte valorização, em termos efetivos, como

---

<sup>13</sup> Tobin, 1999, p. 71-2.

reflexo da valorização do dólar em relação a outras moedas. As taxas de juro internas subiram consideravelmente, acompanhando a deterioração do cenário externo e, durante determinada fase, a elevação das taxas de juro nos EUA. Na ânsia de cumprir metas negociadas com o FMI, recuperar a confiança dos mercados financeiros e o acesso a crédito externo, sucessivos ministros da Economia anunciaram e implementaram, ou pelo menos tentaram implementar, programas de austeridade fiscal, envolvendo aumentos de tributos e cortes de gastos governamentais. A combinação de juros em alta e ajustes fiscais agravou a recessão e o desemprego, sem alcançar o objetivo de restabelecer a confiança dos mercados e os influxos de capital. Até porque a recessão, o desemprego e as elevadas de taxas de juro inviabilizaram o controle do déficit fiscal e do crescimento da dívida pública, aumentando o risco percebido em operações com a Argentina.

A inflexibilidade cambial é particularmente problemática para um país com comércio exterior geograficamente diversificado como a Argentina. Embora o peso esteja vinculado ao dólar, o comércio da Argentina não está concentrado com os EUA. O Brasil e a União Europeia têm peso maior do que os EUA nos fluxos de exportação e importação argentinos. O real e o euro são, portanto, mais importantes do que o dólar na composição da taxa efetiva de câmbio do peso, isto é, na “cesta” de moedas estrangeiras relevantes para a Argentina (pelo menos quando as ponderações da “cesta” são calculadas com base nos fluxos bilaterais de comércio).

Desde o início dos anos 90, a Argentina havia acumulado pesada sobrevalorização cambial, parcialmente compensada, porém, pela política cambial do Brasil entre julho de 1994 e janeiro de 1999. A partir de 1999, o panorama cambial se modificou para a Argentina em razão da supervalorização da sua moeda âncora, o dólar, em relação a diversas outras moedas, especialmente o real e o euro. Dado que a lei de conversibilidade imobiliza a taxa de câmbio bilateral com o dólar, o peso argentino foi arrastado para o alto. Como já foi mencionado, um movimento de expressiva valorização cambial era exatamente o contrário do que a Argentina precisava. Agravaram-se, com isso, os crônicos problemas de competitividade da economia argentina, o desequilíbrio das contas externas e a dependência em relação a financiamento internacional.

No momento em que este texto está sendo escrito, Domingo Cavallo, criador da lei de conversibilidade de 1991, tenta flexibilizá-la gradualmente, com resultados ainda incertos. Aparentemente, o que se pretende é desfazer aos poucos a idéia, muito arraigada na Argentina, de que a ligação do peso com o dólar é intocável.

O primeiro passo nessa direção foi dado com o envio ao Congresso, em abril de 2001, de um projeto de lei que ampliou a conversibilidade, criando uma “cesta” de moedas em que o dólar e o euro passarão a ter igual peso na definição do valor externo da moeda argentina. Essa “cesta” deve vigorar a partir do dia seguinte àquele em que um euro alcançar o valor de um dólar. Em junho, o projeto foi convertido em lei sem sofrer maiores modificações no Congresso.

O segundo passo, ainda mais importante, foi a decisão de antecipar a vigência da “cesta”, por decreto, exclusivamente para as operações de exportação e importação. Com isso, determinou-se uma desvalorização parcial para o comércio exterior, inicialmente de cerca de 7% em relação ao dólar (apresentada porém como um esquema de “política comercial” em que se combina um incentivo às exportações com igual encarecimento do custo de importar).

Essas mudanças não resolvem os problemas cambiais e monetários da Argentina, mas têm aspectos positivos ou potencialmente positivos. Primeiro, constituem uma tentativa de quebrar o tabu --- alimentado, diga-se de passagem, pelo próprio Cavallo nos seus tempos de ministro da Economia do governo Menem --- de que a lei de conversibilidade é inalterável. Segundo, representam uma flexibilização, embora modesta, do regime cambial argentino. Terceiro, indicam que o governo está se afastando da idéia da dolarização plena da economia, proposta que contava com amplo apoio na Argentina<sup>14</sup>.

A ninguém escapa, por outro lado, o quanto são perigosas manobras desse tipo. Em muitos casos, tentativas de sair de um regime de ancoragem cambial, por meio de pequenas ou médias desvalorizações, fogem do controle do governo e acabam produzindo megadesvalorizações com efeitos desastrosos sobre a economia nacional e impactos adversos em outros países. A essas situações se aplica o que escreveu Tocqueville sobre a eclosão de revoluções políticas: “O momento mais perigoso para um mau governo é geralmente aquele em que começa a reformar-se”.

Foi o que aconteceu, por exemplo, no México, em dezembro de 1994, quando a decisão de aplicar uma mididesvalorização de 15% degenerou em um colapso cambial, com graves conseqüências para a economia mexicana e outras economias da América Latina, notadamente as da Argentina e do Brasil. O próprio Brasil experimentou crise semelhante, embora não tão grave

---

<sup>14</sup> A exposição de motivos do projeto de lei de ampliação da conversibilidade refere-se a essa última questão da seguinte forma: “A dolarização (...) implicaria uma perda anual para o Tesouro de cerca de US\$ 1 bilhão (...), sem que tal medida pudesse atenuar em nada a instabilidade da nossa moeda em relação ao euro”. Ministerio da Economía da República Argentina, 2001, p. 2.

quanto a mexicana, nos primeiros meses de 1999, momento em que a tentativa de operar uma mudança controlada na política cambial acabou deflagrando um ataque especulativo contra a moeda brasileira. Na Argentina, onde existe um sistema bimonetário, em que o dólar circula paralelamente ao peso, uma desvalorização descontrolada teria conseqüências mais graves do que as observadas no México e no Brasil.

Foge aos propósitos desse trabalho discutir as chances de sucesso dessa tentativa de flexibilizar a lei de conversibilidade. Seja qual for o seu resultado, a experiência da Argentina em 1998-2001 mostra, de maneira clara, o quanto pode ser nefasto para um país abrir mão da sua soberania nos campos monetário e cambial. Estabelecer uma ligação rígida com uma moeda estrangeira ajuda a combater à inflação, mas o preço que se paga pode ser muito elevado.

## **6. Dependência Monetária em um Contexto de “Globalização” Assimétrica**

O problema central da dependência monetária, há muito reconhecido na teoria e na prática, reside nas freqüentes discrepâncias entre as prioridades e necessidades do país emissor da moeda âncora e as do país emissor da moeda ancorada ou do país que adota uma moeda estrangeira como moeda. Como a economia não está efetivamente “globalizada”, as conjunturas macroeconômicas nacionais e, portanto, as políticas requeridas em cada momento costumam divergir consideravelmente. Não existe sincronia entre os ciclos econômicos nacionais e os países estão sujeitos a choques assimétricos, isto é, a choques exógenos que atingem de forma mais intensa determinadas economias e regiões. Por esses e outros motivos, é de importância vital preservar a autonomia das políticas monetária e cambial.

Nada disso era objeto de grande controvérsia há quinze ou vinte anos. Porém, a regressão do debate econômico na América Latina nos anos 90 levou a que se perdesse de vista noções antes tidas como evidentes. A ideologia da “globalização” teve o seu papel nessa regressão. Não se leva na devida conta o caráter desigual ou assimétrico do processo de internacionalização das décadas recentes. Como já indicado no início deste trabalho, a internacionalização em curso diz respeito mais à esfera das finanças do que à da economia real. O que avançou de forma mais intensa foi a integração dos mercados cambiais e financeiros de curto prazo, impulsionada pelo progresso técnico em áreas como informática e telecomunicações e pelas políticas de liberalização dos movimentos internacionais de capital. Não houve

movimento comparável de integração dos mercados de bens, de capital a longo prazo e de trabalho. Mesmo na presença de laços comerciais importantes entre as economias, é comum a persistência de acentuadas diferenças entre as situações macroeconômicas nacionais e regionais. Assim, não é em geral recomendável atrelar ou unificar as políticas monetárias e cambiais.

Considere-se, por exemplo, uma conjuntura --- comum em um quadro de não-globalização --- em que a economia do país emissor da moeda âncora esteja superaquecida e a economia monetariamente dependente, em recessão. Para simplificar um pouco a exposição chamemos a primeira de economia central e a segunda de economia dependente. Esta última pode estar rigidamente vinculada à moeda âncora, em um esquema de “currency board”, ou ter adotado diretamente a moeda âncora como moeda de curso legal.

Estando superaquecida, a economia central precisa, em princípio, de taxas de juro mais altas e de contenção da oferta de crédito. Já a economia dependente, em recessão, requer o contrário: juros mais baixos e ampliação do crédito. No entanto, como quem comanda é o banco central emissor da moeda âncora, os juros sobem e o crédito se retrai nos dois países. Isso pode resolver os problemas da economia central, mas agrava os da economia dependente, provocando contração adicional da demanda de consumo e de investimento e deprimindo ainda mais os níveis de produção e de emprego. A política monetária anticíclica do banco central emissor da moeda âncora se converte, na economia dependente, em uma política monetária prócíclica, de efeitos contraproducentes. As restrições à mobilidade internacional do trabalho, já comentadas na seção 2, tornam o problema mais sério, na medida em que impedem, ou dificultam muito, a migração de trabalhadores desempregados da economia dependente em recessão para a economia central aquecida.

A alta das taxas de juro também costuma criar ou agravar problemas na área cambial. Dado que as economias centrais e a maioria das economias em desenvolvimento operam em regime de câmbio flutuante ou de certa flexibilidade cambial, juros mais altos na economia central tendem a provocar valorização da moeda escolhida como âncora em relação a outras moedas. Quando essas outras moedas são relevantes para o comércio exterior da economia dependente, o resultado é uma valorização efetiva da moeda ancorada, como aconteceu com o peso argentino nos anos recentes.

Para a economia central superaquecida, que esteja correndo riscos de descontrole inflacionário, uma valorização cambial pode ser oportuna, pois ajuda a arrefecer a demanda por produção interna e deprime os preços dos bens e serviços comercializáveis internacionalmente. Para a economia dependente, contudo, a valorização cambial não será, em geral, benéfica.

Primeiro porque reforça o efeito recessivo dos juros mais altos, na medida em que diminui a competitividade das exportações e induz à substituição de produção doméstica por importações. Segundo, porque processos de ancoragem cambial ou unificação monetária costumam produzir, na sua fase inicial, uma valorização real da moeda ancorada em relação à própria moeda âncora ou um aumento dos preços e salários na economia dependente, expressos na moeda âncora. A vasta experiência internacional com regimes mais ou menos rígidos de ancoragem cambial mostra que é relativamente lenta a convergência da taxa de inflação na economia dependente à taxa de inflação na economia central. Desse modo, a valorização efetiva adicional, resultante da apreciação da moeda âncora em relação a outras moedas relevantes para a economia dependente, vem geralmente se adicionar a um problema preexistente de sobrevalorização da taxa de câmbio bilateral com a moeda âncora.

Na economia dependente, a alta prócíclica das taxas de juro pode dar início a um movimento perverso, de caráter autofágico. O aumento do custo e a diminuição da disponibilidade de crédito doméstico, aliados à valorização cambial da moeda âncora provocada pela alta dos juros na economia central, deprimem, como vimos, o nível já reduzido de atividade e emprego na economia. Esse agravamento da recessão e do desemprego prejudica a arrecadação tributária e aumenta certos tipos de gasto público, como a assistência aos desempregados. Além disso, se existir uma dívida interna significativa, de curto prazo ou referenciada às taxas de juro de curto prazo, a elevação dos juros resulta, também, em aumento do custo da dívida pública. O resultado é o crescimento do déficit e das necessidades de financiamento do governo.

Diante da elevação do déficit governamental, os mercados financeiros internos e externos se assustam, o que acarreta uma diminuição da oferta de crédito ao setor público e ao país como um todo. A dificuldade de financiar um déficit maior acaba levando o governo a adotar uma política prócíclica também no campo fiscal.

Em outras palavras, com a economia em plena recessão, o governo é pressionado a apertar a política fiscal, isto é, a aumentar impostos ou cortar gastos. Provoca, assim, mais recessão e mais desemprego. E, na seqüência, novos efeitos adversos sobre as próprias contas públicas, suscitando novos ajustes fiscais, novas pressões recessivas e assim por diante. Um círculo vicioso que pode terminar em uma grande depressão.

## 7. O Brasil depois da Crise Cambial de 1999

A situação brasileira, embora ainda problemática, melhorou depois da crise cambial de 1999. Até fins de 1998, o Brasil permaneceu preso a um esquema de bandas cambiais que, embora mais flexível do que o “currency board” argentino, se revelava cada vez mais difícil de sustentar. A taxa de câmbio estava, também, claramente sobrevalorizada, o que produzia acentuado desequilíbrio externo e subordinava a política monetária à defesa da taxa de câmbio e da posição de balanço de pagamentos.

Com o ataque especulativo iniciado em janeiro de 1999, o governo brasileiro foi finalmente obrigado a reconhecer o que se tornara evidente havia alguns anos: é imprudente fixar a taxa de câmbio, adotar bandas cambiais ou assumir qualquer compromisso explícito em relação ao valor externo da moeda nacional. Não convém estabelecer parâmetros fixos num mundo flutuante.

A depreciação do real e a passagem para um regime de flutuação cambial aumentaram a margem de manobra do Banco Central. Livre da necessidade de defender a âncora cambial, a política monetária pôde orientar-se em alguma medida para objetivos internos, não precisando mais reagir de forma quase automática à evolução dos juros externos e às oscilações do ambiente internacional. Até agora, a experiência brasileira com a flutuação, embora às vezes turbulenta, parece confirmar a avaliação cada vez mais aceita internacionalmente de que esse modelo cambial confere mais independência à política monetária nacional e permite lidar melhor com choques externos.

Em meados de 1999, começou a ficar claro que havia muito exagero e ignorância nas previsões alarmistas do governo e de seus porta-vozes informais quanto aos efeitos supostamente desastrosos do abandono das bandas cambiais. Houve, em especial, uma superestimativa grosseira do impacto inflacionário da desvalorização. Passada a fase de aguda instabilidade do início de 1999, ficou claro que o Brasil estava alcançando importante vitória, ainda que não planejada pelo governo: passar para um regime cambial mais adequado e registrar uma depreciação de grandes proporções *sem perder o controle da inflação*. A taxa de inflação aumentou de forma significativa, mas não chegou à faixa dos dois dígitos em termos de preços ao consumidor, contrariando todas as previsões. Em meados de 1999, o Banco Central iniciou um período de redução gradativa das taxas de juro internas, o que estimulou a reativação dos níveis de demanda, produção e emprego.

Tampouco se confirmou a previsão de que a depreciação real não teria efeitos apreciáveis sobre o balanço de pagamentos. Ainda que com alguma defasagem, as exportações, particularmente de manufaturados, responderam

de forma expressiva. O encarecimento das moedas estrangeiras desestimulou, também, a compra de bens e serviços no exterior e induziu um movimento de substituição de importações por produção nacional em diversos setores da economia. Em consequência, o déficit da balança comercial diminuiu consideravelmente, passando de US\$ 6,7 bilhões em 1997 e US\$ 6,6 bilhões em 1998 para US\$ 1,3 bilhão em 1999 e US\$ 0,7 bilhão em 2000. O déficit em conta corrente, que inclui, além da balança comercial, serviços e transferências unilaterais, também registrou expressiva redução, de US\$ 30,8 bilhões em 1997 e US\$ 33,6 bilhões em 1998 para US\$ 25,1 bilhões em 1999 e US\$ 24,6 bilhões em 2000<sup>15</sup>.

Se os efeitos do câmbio sobre o saldo comercial não pareceram tão nítidos, isso se deveu em grande medida à reativação da economia entre o final de 1999 e o início de 2001. Essa reativação provocou aumento das importações, em especial de bens intermediários, e pode ter tido algum efeito negativo também do lado das exportações. Em outros termos, a balança comercial e o déficit em conta corrente, ajustados para excluir efeitos cíclicos, registraram melhora mais significativa do que sugerem os dados observados.

Até o início de 2001, a flutuação cambial brasileira parecia, portanto, correr bastante bem. Como seria de prever, o relativo sucesso do Brasil com a flutuação teve repercussões internacionais, influenciando o debate internacional a respeito do regime cambial mais adequado para países em desenvolvimento e reforçando o ponto de vista que modelos de ancoragem trazem mais custos do que benefícios, especialmente quando é alta a mobilidade internacional de capitais<sup>16</sup>.

## **8. Fragilidades da Flutuação Cambial Brasileira**

No primeiro semestre de 2001, contudo, iniciou-se um novo período de instabilidade e incerteza. A deterioração do quadro internacional, especialmente da economia argentina, a crise de energia elétrica no Brasil e o enfraquecimento político do governo federal conduziram a uma rápida depreciação do real, obrigando o Banco Central a intervir de forma mais intensa e freqüente no mercado cambial e a subir novamente as taxas de juro. Interrompeu-se, assim, a reativação econômica iniciada em fins de 1999.

Essa reversão do desempenho do setor externo e das perspectivas da economia brasileira surpreendeu alguns analistas, mas não era inteiramente imprevisível. Com a mudança cambial de 1999, a vulnerabilidade da

---

<sup>15</sup> Banco Central do Brasil, 2001a, quadro V.1.

<sup>16</sup> Ver, por exemplo, Williamson, 1999, p. 1.

economia havia diminuído, mas não fora eliminada. Um exame, mesmo perfunctório, das contas externas e internas brasileiras em 1999-2000 indicava claramente a presença de riscos importantes.

O governo ora tendia a subestimar a vulnerabilidade da posição brasileira, ora a apostar na continuação de um cenário internacional relativamente benigno. Quando reconhecia a existência de riscos, preferia considerá-los inevitáveis em uma economia aberta e “globalizada”.

Como de costume, a retórica da “globalização” estava servindo para encobrir erros e omissões do governo. A suscetibilidade das economias a choques internacionais, longe de constituir uma fatalidade da “globalização”, depende crucialmente da condução da política econômica nacional.

Desde o início, era perfeitamente possível perceber que a desvalorização e a passagem para a flutuação cambial, ainda que importantes, não seriam por si mesmas capazes de proporcionar uma posição externa segura. E, como veremos adiante, estava ao alcance do governo brasileiro tomar medidas de diminuição da vulnerabilidade e de proteção da posição internacional da economia. Prevaleram, contudo, a inércia e a negligência. O Ministério da Fazenda e o Banco Central comportaram-se, para todos os efeitos práticos, como se a depreciação de 1999 e a mudança de regime cambial fossem suficientes para resolver os desequilíbrios externos da economia.

Era uma ilusão, como ficou claro em 2001. Um país como o Brasil não pode se dar ao luxo de praticar uma flutuação relativamente livre e aberta, do tipo que o Banco Central tentou implementar até meados de 2001. Nas circunstâncias brasileiras, a flutuação tem que ser mais administrada e mais controlada do que a das moedas de economias desenvolvidas e consolidadas. E precisa ser combinada com um esforço sistemático de diminuição dos desequilíbrios externos e da dependência em relação a capitais estrangeiros.

Mesmo nos países desenvolvidos, o que prevalece na prática não é a flutuação pura de livro-texto, mas um modelo cambial caracterizado por intervenções seletivas e, às vezes, coordenadas dos bancos centrais. Essas intervenções visam não apenas reduzir a volatilidade das taxas de câmbio, como também moderar “desalinhamentos” cambiais, isto é, períodos prolongados de sobrevalorização ou subvalorização<sup>17</sup>.

Nas economias em desenvolvimento, que suportam com mais dificuldade períodos de volatilidade e desalinhamento cambial, as intervenções do banco central devem ser, em princípio, mais frequentes. Além disso, a flutuação precisa ser acompanhada, como recomenda Tobin, de

---

<sup>17</sup> Köhler, 2001, p. 2.

restrições às transações financeiras externas do setor privado<sup>18</sup>, ponto ao qual voltaremos mais à frente.

Os bancos centrais e as moedas de países em desenvolvimento costumam ser instituições relativamente frágeis. Em geral, o seu histórico e a sua reputação não são dos mais recomendáveis. Choques adversos levam a uma reavaliação imediata dos riscos associados a aplicações denominadas nessas moedas, provocando saídas abruptas de capital e surtos de instabilidade cambial e financeira<sup>19</sup>.

O Brasil não escapa a essa regra. A economia brasileira, recém-saída de uma fase de inflação extremamente elevada e com uma tradição de crises cambiais recorrentes, não pode ser administrada de acordo com os mesmos princípios e critérios seguidos nas economias desenvolvidas.

## 9. Herança do Plano Real

Apesar do sucesso no combate à inflação desde 1994, o real não é, e nem seria de esperar que já fosse, uma moeda consolidada --- mesmo que a política macroeconômica do período recente tivesse sido um modelo de austeridade e eficiência. Como se sabe, esse não foi bem o caso. Antes o contrário.

Não cabe aqui discutir em detalhe a evolução das finanças públicas e demais aspectos da política econômica desde o lançamento da nova moeda brasileira<sup>20</sup>. Mas vale a pena registrar a extraordinária expansão do endividamento público nesse período. A dívida federal em títulos (exclusive papéis na carteira do Banco Central) subiu de R\$ 61,8 bilhões em dezembro de 1994 para nada menos que R\$ 562 bilhões em maio de 2001. A dívida líquida do setor público como um todo (incluindo União, Estados, municípios e empresas estatais), que era inferior a 30% do PIB em fins de 1994, alcança atualmente mais de 50% do PIB. As condições dessa dívida são bastante desfavoráveis. A maior parte dela é interna, de custo elevado e prazo relativamente curto. Cerca de 3/4 da dívida federal em títulos é composta de papéis pós-fixados, com remuneração referenciada à taxa de juro de curto prazo, ou de papéis cambiais, indexados à variação da taxa de câmbio<sup>21</sup>.

Evidentemente, a existência de um estoque de dívida pública dessa dimensão e com essas características de prazo e remuneração dificulta

---

<sup>18</sup> Tobin, 1999, p. 72.

<sup>19</sup> Dadush, 1999.

<sup>20</sup> Sobre a evolução das finanças públicas no período 1994-99 ver, por exemplo, Batista Jr., 2000, p. 202-7.

<sup>21</sup> Banco Central do Brasil, 2001c, quadros X-A, XII, XVI e XVI-A.

sobremaneira a execução da política econômica. Limita, em particular, o uso pelo Banco Central de certos instrumentos de defesa do valor externo do real, como por exemplo a elevação da taxa de juro de curto prazo ou a colocação de títulos cambiais adicionais. Além disso, o fato de uma parte expressiva da dívida pública (cerca de 45% da dívida líquida consolidada) ser externa ou indexada à taxa cambial constitui uma restrição adicional ao uso da depreciação cambial como estímulo aos setores produtores de “tradeables” e instrumento de ajustamento das contas externas.

No que diz respeito às contas externas do país, os desequilíbrios registrados desde 1994 também foram muito significativos, reflexo da combinação da prolongada sobrevalorização cambial com uma abertura precipitada do mercado interno às importações. Medido pelos déficits acumulados no balanço de pagamentos em conta corrente, o aumento líquido da dívida externa e dos demais passivos do Brasil foi de nada menos que US\$ 155 bilhões entre 1995 e 2000<sup>22</sup>. A desvalorização cambial de 1999 conseguiu apenas reduzir a taxa de crescimento do passivo externo líquido do país.

Em consequência desse grande aumento do endividamento, cresceu o volume de pagamentos ao capital estrangeiro, sobrecarregando a balança de serviços e realimentando o déficit em conta corrente e o próprio nível de endividamento externo do país. As despesas líquidas de juros da dívida externa, por exemplo, subiram de US\$ 6,3 bilhões em 1994 para US\$ 15,1 bilhões em 2000. As amortizações, de US\$ 11 bilhões em 1994 para US\$ 28,2 bilhões em 2000<sup>23</sup>.

O desequilíbrio externo assumiu, em certa medida, um caráter estrutural. O longo período de sobrevalorização cambial desarticulou parcialmente os setores que produzem bens e serviços exportáveis ou substitutivos de importações. A mudança cambial de 1999 alterou o cenário, provocando a reação desses setores a partir de 2000. Mas os resultados não foram nem rápidos nem espetaculares.

A própria composição da conta corrente do balanço de pagamentos torna difícil a diminuição do seu desequilíbrio. Isso porque cerca de 80% do déficit em conta corrente corresponde a despesas com o capital estrangeiro aplicado no país (juros, lucros, dividendos e outros serviços fatores). Em 1999, essas despesas (líquidas das receitas obtidas com as reservas e outros ativos externos do país) chegaram a nada menos que US\$ 20,5 bilhões. Em 2000, a US\$ 19,5 bilhões. Naturalmente, esses compromissos tendem a crescer, uma vez que a persistência de déficits altos em conta corrente gera novos aumentos no passivo externo líquido do país.

---

<sup>22</sup> Idem, 2000, quadro V.1; e 2001a, quadro V.1.

<sup>23</sup> Exclui amortizações refinanciadas. Idem, 1999, quadro V.1; e 2001a, quadro V.1.

## 10. Vulnerabilidade Externa do Brasil

A vulnerabilidade da posição externa da economia brasileira decorre, basicamente, de três fatores: do elevado déficit em conta corrente, da excessiva abertura da conta de capitais e da insuficiência das reservas internacionais do país.

Vejamos cada um deles separadamente. Embora tenha diminuído em 1999, depois da depreciação do real, o déficit no balanço de pagamentos em conta corrente continuou alto demais em 1999-2000 e voltou a aumentar até maio de 2001, quando o desequilíbrio acumulado em doze meses chegou a US\$ 27,3 bilhões<sup>24</sup>. Dada a pesada carga de serviços fatores, uma diminuição mais acentuada do déficit em conta corrente fica basicamente na dependência da geração de superávits elevados na balança comercial.

Até meados de 2001, o governo brasileiro vinha subestimando o problema do déficit em conta corrente, alegando que o seu financiamento estava sendo assegurado por investimentos estrangeiros diretos, um tipo de capital de longo prazo e mais estável. De fato, os investimentos diretos líquidos (inclusive privatizações e aquisições de empresas privadas) alcançaram US\$ 25,6 bilhões em 1999 e US\$ 28,6 bilhões em 2000, o equivalente a, respectivamente, 102% e 116% do déficit em conta corrente<sup>25</sup>.

Contudo, em 2001, ficou evidente que a entrada de investimentos diretos não era, afinal, tão estável e previsível quanto se queria fazer crer. Com a deterioração do quadro econômico brasileiro, ocorreu uma queda pronunciada e não esperada dos investimentos estrangeiros diretos, o que deixou a descoberto parte do financiamento do déficit em conta corrente e contribuiu para pressionar a taxa de câmbio.

Mesmo que o déficit em conta corrente pudesse ser integralmente coberto por investimentos diretos (líquidos de repatriações), existe sempre a necessidade de fazer face às amortizações do principal da dívida externa de médio e longo prazos, que não estão, por suposto, computadas na conta corrente. Em consequência do crescimento da dívida externa e do insuficiente controle sobre a estrutura de seus vencimentos, as amortizações representam substancial carga adicional. A necessidade bruta de capital externo, definida como a soma do déficit em conta corrente e das amortizações de principal, foi de US\$ 70 bilhões em 1999 e US\$ 53 bilhões em 2000<sup>26</sup>. Note-se que esses números não consideram, de um lado, a necessidade de refinar a dívida

---

<sup>24</sup> Idem, 2001b, quadro XIV.

<sup>25</sup> Os dados de investimento direto são líquidos de retornos. Excluem conversões de dívidas em investimentos e investimentos sob a forma de mercadorias. Idem, 2001a, quadros V.1 e V.12.

<sup>26</sup> Idem, ibidem, quadro V.1.

externa de curto prazo e, de outro, a existência de um apreciável estoque de investimentos de portfólio, um tipo de capital eminentemente volátil. A dívida de curto prazo (prazo original inferior a um ano) era de US\$ 30 bilhões em dezembro de 2000<sup>27</sup>. O estoque de investimentos de portfólio (em ações, renda fixa, derivativos e outros) alcançava US\$ 18,5 bilhões na mesma data<sup>28</sup>.

O segundo fator de vulnerabilidade é justamente a abertura da conta de capitais autônomos do balanço de pagamentos. Desde o governo Collor, o Brasil afrouxou exageradamente os seus controles nessa área e ficou mais vulnerável a movimentos especulativos e às acentuadas oscilações dos fluxos internacionais de capital. Descuidou-se de administrar de forma rigorosa o perfil da dívida externa. Aceitou a generalização de práticas e cláusulas contratuais que permitem a antecipação de pagamentos e conduzem, portanto, a perda de controle sobre a estrutura de vencimentos da dívida externa<sup>29</sup>. A liberalização financeira externa facilitou, também, a saída de recursos de capital pertencentes a residentes no Brasil. Aumentou, assim, a fuga de capitais domésticos em momentos de turbulência e pânico, contribuindo para surtos de instabilidade cambial.

Finalmente, o Brasil não tem mantido um nível adequado de reservas, que são a primeira linha de defesa em conjunturas de instabilidade. Depois da crise de 1999, as reservas internacionais nunca alcançaram um montante que possa ser considerado seguro, em face do potencial de instabilidade existente no Brasil e no resto do mundo. No conceito de caixa, as reservas brutas ficaram em torno de US\$ 30 a US\$ 35 bilhões em 1999-2001, sempre abaixo dos níveis registrados no início das crises dos anos 90<sup>30</sup>. Infelizmente, o Banco Central não aproveitou os períodos de relativa tranquilidade que tivemos em 2000 e no início de 2001 para reforçar o seu estoque de ativos de liquidez internacional.

Nada disso seria muito grave se pudéssemos contar com um ambiente econômico benigno no plano internacional e um quadro político interno estável nos próximos anos. Parece evidente, contudo, que não é este o cenário

---

<sup>27</sup> Idem, 2001b, quadro XXXIX.

<sup>28</sup> Idem, 2001a, quadro V.13.

<sup>29</sup> A liberalização da conta de capitais facilitou o pré-pagamento de dívidas externas. Empresas e bancos com dívidas ou títulos emitidos no exterior passaram a poder enviar recursos para liquidar obrigações antecipadamente quando conveniente. Por exemplo, em resposta a um aumento do risco cambial percebido ou para recomprar as próprias dívidas externas em períodos de ampliação dos deságios praticados nos mercados secundários. Assim, as amortizações acabam superando os valores previstos nos cronogramas de vencimento da dívida externa. É o que também ocorre quando credores externos recorrem a cláusulas de pré-pagamento previstas em muitos contratos. Ao permitir que esse tipo de cláusula se generalize, o Banco Central perde a possibilidade de controlar a distribuição temporal dos vencimentos e aumenta a vulnerabilidade da economia. Ver Batista Jr., 2000, p. 350-51.

<sup>30</sup> Banco Central do Brasil, 2001b, quadro XXXV.

mais provável. Para quem tinha esperanças de tranquilidade, o ano de 2001 foi um rude despertar.

## **11. Reforma da Arquitetura Financeira Internacional?**

Até que ponto há solução factível para os problemas monetários e financeiros acima discutidos? Em que medida podem ser debitados a fatores externos, em especial à chamada globalização? Não é incomum o ponto de vista, algo fatalista, de que os desequilíbrios financeiros externos de países como o Brasil e a Argentina estão determinados, no fundamental, por tendências “globais”, que escapam às políticas definidas em âmbito nacional. Com a “globalização financeira”, afirma-se às vezes, não há regime cambial e monetário, fixo, semiflexível ou flutuante, que possa funcionar adequadamente na periferia da economia internacional.

Esse tipo de diagnóstico costuma estar associado à idéia de que a administração segura e, até, a sobrevivência das moedas nacionais periféricas pressuporia uma ação global, isto é, iniciativas multilaterais voltadas para o controle da especulação financeira e dos movimentos desestabilizadores de capital<sup>31</sup>. A solução dos problemas monetários e financeiros das economias periféricas ficaria essencialmente na dependência de uma “reforma da arquitetura financeira internacional”, tema que esteve em voga logo depois das crises no leste da Ásia e na Rússia. Ao Brasil e outros países subdesenvolvidos caberia, segundo alguns, persuadir os países desenvolvidos de que uma reforma ampla, voltada para o controle dos capitais voláteis e especulativos, é necessária, no interesse geral.

Não há sinais, entretanto, de que essa discussão esteja de fato avançando e, muito menos, se traduzindo em medidas importantes em nível multilateral. É verdade que, desde 1997-98, a instabilidade provocada pela ampliação e aceleração do capital volátil abalou a confiança do “establishment” internacional nas virtudes da liberalização dos fluxos financeiros. Um número expressivo de autoridades monetárias, economistas e até financistas manifestaram, de público, sérias dúvidas sobre a abertura irrestrita aos movimentos internacionais de capital. A idéia dos controles de capital, que parecia ter sido arquivada, voltou a ser discutida em entidades como o FMI e o Banco Mundial.

No entanto, a defesa da regulação dos capitais esbarra na preferência, ainda hegemônica, pela liberdade dos mercados. Passada a fase mais aguda da

---

<sup>31</sup> A taxa Tobin é uma das propostas mais populares. Ver, a respeito, Haq, Kaul & Grunberg, 1996.

crise financeira provocada pela moratória unilateral da Rússia, a preocupação com a reforma da arquitetura internacional arrefeceu nitidamente. A discussão do tema não chegou a ser abandonada, mas os seus resultados foram pouco significativos até agora. Nos quatro anos transcorridos desde o início da crise no leste da Ásia, a principal mudança no quadro financeiro mundial foi a já mencionada passagem de diversos países subdesenvolvidos de regimes de ancoragem para a flutuação cambial. Essa mudança não resultou, entretanto, de um movimento planejado ou coordenado de reforma internacional, mas de decisões nacionais tomadas caso a caso, quase sempre em meio a crises cambiais.

Nesse contexto, como deveria se posicionar o Brasil? Defender, nos fóruns internacionais, a regulação dos movimentos de capital é algo que pode e deve ser feito. Não convém, entretanto, alimentar a expectativa de que o Brasil e outros países em desenvolvimento terão grande influência nos rumos dessa discussão. Como observou Samuel Pinheiro Guimarães, as propostas de regulamentar os movimentos de capital, em nível internacional, só vão prosperar se acontecer uma crise dramática, que atinja diretamente as economias centrais. Não se deve perder de vista, lembra esse autor, que os países exportadores de capital têm sido afetados pela liberalização dos movimentos de capital de forma mais positiva do que negativa<sup>32</sup>.

De qualquer maneira, na situação de vulnerabilidade em que se encontra, o Brasil não pode ficar simplesmente aguardando que o Grupo dos 7 e outras praças financeiras relevantes se ponham de acordo sobre a forma e o momento de disciplinar os fluxos financeiros internacionais. Não há tempo ou interesse em adotar uma postura passiva. Até porque as regras que vierem a ser estabelecidas pelos países centrais atenderão, em primeira instância, a suas necessidades e prioridades, e não aos interesses brasileiros e de outros países importadores de capital.

## 12. Autodefesa

A crença, provavelmente ilusória, em uma ampla reforma da arquitetura internacional traz um inconveniente importante: desvia a atenção do que pode ser feito em âmbito nacional para diminuir a vulnerabilidade da economia às turbulências da “globalização financeira”. Contrariamente ao que se afirma com frequência, são muitas as possibilidades de atuação da política econômica brasileira. A autonomia nacional foi abalada pelo padrão de política

---

<sup>32</sup> Guimarães, 2000, p. 143-4.

econômica dominante desde os anos 90, mas o raio de manobra ainda é considerável. Convém evitar que o fatalismo tipicamente associado à ideologia da “globalização” nos impeça, uma vez mais, de levar na devida conta as opções disponíveis em nível nacional.

Nas circunstâncias que provavelmente prevalecerão ao longo dos próximos anos, o Brasil requer uma estratégia de autoproteção estabelecida no plano nacional, isto é, um esforço sistemático e planejado de diminuição da vulnerabilidade externa e da dependência em relação a capitais estrangeiros.

Em 1999, graças à depreciação do real e à mudança de regime cambial, o Brasil saiu da zona de alto risco. A situação brasileira é difícil, mas não de emergência. Superados os preconceitos e a inércia que dominaram e ainda dominam a condução da política econômica, será perfeitamente possível corrigir as vulnerabilidades e desequilíbrios financeiros acumulados nos anos recentes sem violar compromissos assumidos e sem recorrer a medidas drásticas, que possam danificar a credibilidade externa e interna do país. O objetivo fundamental, naturalmente, é abrir caminho para uma retomada sustentável do crescimento econômico e da geração de empregos, evitando que a década recém-iniciada venha a se tornar a terceira década consecutiva de estagnação econômica ou crescimento medíocre.

Como sugere a discussão das seções anteriores, a grande tarefa é recuperar o controle sobre as contas externas do país. Evidentemente, outros aspectos da política macroeconômica, em especial a disciplina fiscal, continuarão sendo de importância fundamental. Mas as dificuldades fiscais são em larga medida um subproduto da vulnerabilidade externa. Esta última restringe as possibilidades de crescimento econômico, afetando negativamente as receitas e gastos não-financeiros do governo. A fragilidade da posição de balanço de pagamentos induz, também, a medidas de política monetária que prejudicam os resultados fiscais e a administração da dívida pública. A elevação das taxas básicas de juro ou a emissão de títulos indexados ao câmbio podem ser eficazes para conter pressões sobre a taxa cambial, mas aumentam a carga de juros do governo ou tornam as suas contas mais vulneráveis a novos surtos de depreciação cambial. Indispensável, justamente, é libertar a política monetária e a gestão da dívida pública da necessidade de subordinar-se recorrentemente às dificuldades do setor externo da economia. Para tal, é necessário diminuir a vulnerabilidade internacional do país.

O primeiro aspecto dessa estratégia de autoproteção é ***a diminuição do déficit de balanço de pagamentos em conta corrente***. O objetivo aqui é a redução significativa, ao longo dos próximos anos, do déficit estrutural da conta corrente, isto é, do déficit ajustado para excluir efeitos cíclicos. Em outras palavras, trata-se de adotar medidas de ajustamento que permitam à

economia crescer de forma significativa no médio e longo prazos, a taxas anuais de pelo menos 5% ou 6%, sem incorrer em desequilíbrios preocupantes na conta corrente.

Como existe um pesado déficit em serviços fatores (juros, lucros e outros), torna-se indispensável gerar superávits comerciais elevados, provavelmente na faixa de US\$ 8 a 10 bilhões por ano, e diminuir o déficit com serviços não-fatores (turismo, fretes e outros). Isso significa que a economia brasileira não poderá absorver recursos reais do resto do mundo ao longo dos próximos anos, devendo manter os gastos agregados em consumo e investimento mais ou menos em linha com o PIB.

Esses resultados só serão alcançados com uma mudança considerável do foco e da escala de prioridades da política econômica brasileira. Um ajustamento dessa ordem de magnitude na conta corrente pressupõe a mobilização de um conjunto de instrumentos de estímulo às exportações e à substituição de importações de bens e serviços. Será preciso atuar simultaneamente em várias frentes, orientando para essa finalidade não só a política cambial, como também a política de comércio exterior, os bancos públicos federais e a política tributária.

A atuação do Banco Central no mercado cambial deve pautar-se pela preocupação com a taxa de câmbio real e os efeitos da flutuação do real sobre a competitividade da internacional da economia. Esse objetivo merece tanto ou mais destaque e atenção do que o alardeado sistema de metas de inflação, adotado pelo Brasil em 1999. Não se trata de estabelecer, e muito menos anunciar, metas para a taxa de câmbio real, o que seria incompatível com o regime de flutuação. Mas o Banco Central precisa acompanhar de perto a evolução das taxas de câmbio reais em relação às moedas mais relevantes e o seu impacto sobre o comportamento das exportações e das importações, incorporando essas informações, em base permanente, à definição de sua estratégia de atuação no mercado cambial.

Nas circunstâncias atuais, em que o déficit em conta corrente ainda é alto demais, convém imprimir um viés pró-depreciação à política cambial, isto é, orientá-la sempre que possível para o ajustamento da conta corrente e a diminuição da dependência em relação a capitais externos. Esse viés deve ser discreto (ou seja, não declarado), porém firme e sustentado ao longo do tempo.

Consideradas as restrições decorrentes da participação do Brasil no Mercosul e na OMC, é recomendável também dar tratamento preferencial, em termos de crédito e tributação, aos setores exportadores e aos que concorrem com importações no mercado interno. Os bancos públicos, especialmente o Banco do Brasil e o BNDES, devem dar prioridade máxima ao financiamento

da produção e das vendas desses setores, colocando à sua disposição créditos em condições internacionalmente competitivas em termos de prazos e taxas de juro. A reforma do sistema tributário, tantas vezes anunciada e adiada, terá que ter como um dos seus eixos a remoção, ou pelo menos a diminuição, dos tributos de tipo cumulativo e de outras distorções, que oneram as exportações e favorecem as importações em detrimento da produção nacional.

A política de comércio exterior precisa ser reforçada e modernizada para permitir uma regulamentação eficiente das importações, protegendo a economia do contrabando, do subfaturamento, do “dumping” e da concorrência desleal, a exemplo do que fazem rotineiramente os países desenvolvidos. Além disso, o Brasil deve evitar novos compromissos de diminuição de tarifas ou barreiras não-tarifárias, no âmbito da OMC, do Mercosul ou de eventuais acordos de livre comércio com os EUA e a União Européia. Deve, ao contrário, estar preparado para, em conjunto com os demais países do Mercosul ou por conta própria, explorar os graus de liberdade de que dispõe no campo comercial, utilizando criteriosamente tarifas e instrumentos não-tarifários que estimulem a substituição de importações por produção doméstica em determinados setores.

O programa de ajustamento da conta corrente deve ser acompanhado pela ***implantação de controles, de natureza preventiva, sobre a conta de capitais do balanço de pagamentos***. O Banco Central deve preparar-se para incorporar ao regime de flutuação cambial, como uma de suas características duradouras, um sistema bem pensado, moderno e eficiente de regulação da entrada e saída de capitais na economia brasileira. A finalidade desse sistema é proteger a economia da instabilidade resultante da volatilidade dos fluxos de capital.

Esse sistema deve ter, repita-se, um caráter preventivo. Não implica a utilização de medidas de emergência como a centralização cambial, o racionamento de divisas ou a suspensão de pagamentos da dívida externa. Como foi mencionado, o Brasil não se encontra em uma situação de crise cambial para a qual se poderia recomendar providências mais drásticas, como as que foram adotadas pela Rússia e a Malásia em 1998. Mas deve começar o quanto antes ---- na verdade, já poderia ter começado há bastante tempo --- a reforçar e aprimorar os controles na conta de capitais. Até para ajudar a evitar que se caminhe, mais uma vez, para uma situação de emergência cambial ou insolvência externa.

Um sistema de controles preventivos sobre o fluxo de capitais incluiria providências rigorosas para administrar a composição dos capitais que ingressam no país, alongar o perfil do endividamento externo e fechar as

diversas brechas na legislação que facilitam a evasão de capitais de residentes. Tudo isso pode ser feito sem ferir compromissos internacionais do país.

Alguns desses instrumentos estão disponíveis e podem ser acionados com facilidade. Por exemplo, o imposto sobre operações financeiras deve ser usado para desencorajar ingressos excessivos de capitais voláteis ou de curto prazo. A flutuação cambial, por si mesma, pode ajudar a desestimular esse tipo de capital. No entanto, em conjunturas de superabundância de liquidez externa, o Banco Central precisa estar preparado para recorrer a instrumentos tributários ou depósitos compulsórios (não remunerados ou remunerados a taxas inferiores às de mercado) para evitar uma valorização indesejada da moeda nacional e uma deterioração da composição do passivo externo do país. Por exemplo, nos meses que se seguiram ao lançamento do real, entre julho e outubro de 1994, a utilização rápida e decidida desse tipo de controle à entrada de capitais de curto prazo teria sido capaz de impedir a acentuada valorização da moeda brasileira, fonte de tantos problemas na execução do programa de estabilização ao longo dos anos subseqüentes.

Por uma elementar questão de prudência, o Banco Central também deve procurar, sempre que possível, ampliar o prazo médio das obrigações externas. Os empréstimos externos e títulos colocados nos mercados internacionais, pelo setor público e pelo setor privado, devem obedecer a prazos mínimos e cronogramas de vencimento. Na ausência desse tipo de controle, o país poderá defrontar-se com graves dificuldades na administração das contas externas e da flutuação cambial, produzidas por concentração de vencimentos em determinados períodos.

Para evitar esse risco, o Banco Central deve fixar prazos mínimos de carência e amortização progressivamente mais longos, sempre que a conjuntura de mercado permitir, e acompanhar de forma sistemática a distribuição dos pagamentos ao longo do tempo. Para dar eficácia à política de prazos mínimos, é necessário caminhar na direção de proibir, ou pelo menos restringir, a contratação de obrigações no exterior com cláusulas que dão ao credor a opção de resgate antecipado. Deve-se impedir, também, que os devedores finais no Brasil antecipem o pagamento de suas dívidas externas ou remetam recursos ao exterior para recomprar seus papéis no mercado secundário, violando os prazos mínimos estabelecidos no momento da contratação das obrigações. Aos devedores finais que eventualmente queiram antecipar a liquidação das suas obrigações externas, pode-se dar a opção de realizar depósitos em moeda estrangeira no Banco Central, a exemplo do que se fez no Brasil nos anos 70. Nesse caso, a dívida é transferida para a autoridade monetária que faz a liquidação no exterior nas datas de vencimento originalmente contratadas.

Além disso, é preciso diminuir as fontes internas de volatilidade da conta de capitais. Isso significa rever a legislação de maneira a eliminar as lacunas e omissões que concedem a uma minoria privilegiada de brasileiros excessiva liberdade na remessa de capital para o exterior, com prejuízo não só para o balanço de pagamentos como também para a arrecadação de tributos. O Banco Central deve redobrar a sua supervisão sobre as operações externas das instituições financeiras brasileiras e das estrangeiras que operam no Brasil, aplicando com todo rigor a legislação. Em contrapartida, o Estado brasileiro deve dar garantia total e plena segurança jurídica às aplicações financeiras no território nacional.

Finalmente, mas não menos importante, é preciso *realizar um esforço de acumulação de reservas internacionais*. Não há dúvida que o regime de flutuação cambial, pela sua própria natureza, tende a reduzir o montante de reservas requerido. Nesse regime, um excesso de demanda por moeda estrangeira pode ser acomodado, pelo menos em parte, por depreciação cambial. Mas há limites para a depreciação cambial tolerável. Em determinadas ocasiões, o Banco Central terá que intervir pesadamente, vendendo divisas para conter a pressão sobre a taxa cambial. É indispensável, portanto, manter um estoque apreciável de reservas de liquidez internacional.

Como se sentir confortável com um estoque de reservas que corresponde a cerca de metade do nível de que dispunha o Brasil imediatamente antes da crise da Rússia? Em julho de 1998, as reservas brutas, no conceito de caixa, eram de quase US\$ 70 bilhões<sup>33</sup>. Seis meses depois o Brasil estava em plena crise cambial.

Diversos países em desenvolvimento mantêm reservas consideravelmente mais elevadas que as brasileiras. A China, por exemplo, dispõe de US\$ 178 bilhões (sem contar as reservas de US\$ 115 bilhões de Hong Kong). Taiwan tem US\$ 111 bilhões. A Coreia do Sul, US\$ 93 bilhões. Singapura, US\$ 78 bilhões<sup>34</sup>.

O Brasil não precisa de reservas tão altas. Mas cabe certamente aproveitar momentos de tranquilidade e conjunturas favoráveis em termos de oferta de divisas para aumentar de maneira significativa as reservas internacionais líquidas à disposição do Banco Central.

Evidentemente, nada disso sai de graça. Todas as medidas de autoproteção mencionadas têm algum tipo de custo. Um viés pró-depreciação cambial, por exemplo, pode colocar em risco o controle da inflação, além de aumentar o custo da dívida pública externa ou indexada à taxa cambial; incentivos para a exportação e a substituição de importação geram perda de

---

<sup>33</sup> Banco Central do Brasil, 1999, quadro V.15.

<sup>34</sup> The Economist, 2001, p. 98.

receita ou gastos adicionais para o governo; alongar o prazo das obrigações externas implica aceitar taxas de juro mais elevadas e assim por diante.

Mas não são custos proibitivos e vale a pena pagá-los. As dificuldades associadas à execução de uma estratégia de autoproteção podem ser administradas. O que não pode persistir é o quadro de vulnerabilidade externa, que ameaça recorrentemente a estabilidade da economia e impede o seu crescimento sustentado.

Nem todas as iniciativas acima discutidas podem ser implementadas em prazo curto. Várias delas exigem preparação cuidadosa, planeamento de médio e longo prazos e fortalecimento de setores vitais do aparato estatal como o Banco Central, a Receita Federal e as instituições ligadas à administração do comércio exterior. Mas não podemos nos dar ao luxo de adiar indefinidamente a implementação de políticas dessa natureza.

Não são, como vimos, medidas de emergência. Podem gerar discordâncias e tensões internacionais, mas não violam compromissos internacionais assumidos pelo Brasil. Nem bilaterais, nem regionais, nem multilaterais. Não danificam, antes fortalecem, a credibilidade do país.

A dificuldade que pode existir é de outra natureza: boa parte das iniciativas necessárias à autoproteção afetam a liberdade dos mercados e, em especial, dos fluxos financeiros. Para adotá-las, o Brasil terá de afastar-se dos grupos de interesse, dogmas e preconceitos que dominaram a política econômica do país desde o início dos anos 90.

### **13. Autonomia Nacional e Desenvolvimento Econômico**

Desde os anos 70, a economia brasileira apresenta propensão a acumular excessiva vulnerabilidade a choques externos, em larga medida por causa do envolvimento desmesurado com os mercados internacionais de capital, que atravessaram nesse período fase de extraordinária expansão. Essa vulnerabilidade esteve na base do fraco desempenho da economia brasileira, em termos de crescimento, nas duas décadas finais do século XX.

Não foram todas as economias em desenvolvimento que acumularam desequilíbrios externos acentuados e se expuseram de forma impensada aos instáveis movimentos internacionais de capital. Países mais prudentes souberam manter sob controle as suas contas externas e evitaram depender de forma exagerada de recursos estrangeiros. A forma e a intensidade da inserção de cada economia dependeu, como sempre acontece, de escolhas e estratégias nacionais.

Em diversos países, o Brasil entre eles, prevaleceu nas últimas três décadas a orientação problemática e custosa de engajar a economia, quase sempre sem os devidos cuidados, nessa onda perigosa que ficaria conhecida como “globalização financeira”. A política econômica desses países acabou “capturada” pelos circuitos internacionais de poder e dinheiro.

O endividamento externo acelerado dos anos 70, apresentado inicialmente como “a eficiente reciclagem dos petrodólares pelos bancos privados internacionais”, desembocou na longa e penosa crise da dívida externa da década de 80. Depois, nos anos 90, tivemos o “boom” dos “mercados emergentes” e, no Brasil, as extravagâncias cambiais do Plano Real. O resultado, mais uma vez, foi a acumulação imprudente de dívidas e fragilidades externas com o desfecho de sempre: crise cambial, recessão e desemprego.

A economia internacional, especialmente na sua dimensão financeira, continuará instável e turbulenta. O Brasil não deve, como fez tantas vezes no passado, presumir que essa instabilidade tem caráter conjuntural. Ou que a vulnerabilidade externa é um risco inevitavelmente associado à participação em uma economia “globalizada”. Crises como as da década de 90 e do primeiro semestre de 2001, ou até mais graves, podem acontecer novamente e atingir, outra vez, aquelas economias que não estiverem bem preparadas.

A lição das décadas recentes parece clara: para resguardar-se contra choques externos e realizar plenamente o seu potencial de desenvolvimento o Brasil precisa redefinir de forma inteligente a sua inserção internacional. Crescimento econômico sustentado, em ritmo expressivo, pressupõe uma mudança do foco e das prioridades da política econômica. Trata-se de atribuir prioridade máxima ao fortalecimento da autonomia monetária e cambial, ao ajustamento das contas externas e à diminuição das vulnerabilidades do país nas relações com o resto do mundo e, em particular, com os mercados internacionais de capital. O essencial é reduzir o engajamento com os mercados financeiros externos e a dependência em relação a capitais estrangeiros. Só assim o Brasil poderá voltar a crescer com segurança, ampliando a autonomia nacional e a capacidade de decidir o seu futuro.

## Referências Bibliográficas

BANCO CENTRAL DO BRASIL (1999). *Boletim do Banco Central do Brasil*, vol. 35, nº 12, Brasília, dezembro de 1999.

\_\_\_\_\_ (2000). *Boletim do Banco Central do Brasil*, vol. 36, nº 12, Brasília, dezembro de 2000.

\_\_\_\_\_ (2001a). *Boletim do Banco Central do Brasil*, vol. 37, nº 4, Brasília, abril 2001.

\_\_\_\_\_ (2001b). “Nota para a Imprensa: Setor Externo”, 25 de junho de 2001 ([www.bcb.gov.br/htms/notecon1.htm](http://www.bcb.gov.br/htms/notecon1.htm))

\_\_\_\_\_ (2001c). “Nota para a Imprensa: Política Fiscal”, 29 de junho de 2001 ([www.bcb.gov.br/htms/notecon3.htm](http://www.bcb.gov.br/htms/notecon3.htm))

BATISTA Jr., Paulo Nogueira (1998). “Os Mitos da ‘Globalização’”, *Estudos Avançados*, vol. 12, nº 32, janeiro/abril de 1998.

\_\_\_\_\_ (2000). *A Economia como Ela é...*, Boitempo Editorial: São Paulo, 2000.

BHAGWATI, Jagdish (1998). “The Capital Myth: The Difference between Trade in Widgets and Dollars”, *Foreign Affairs*, vol. 77, nº 3, May/June 1998.

BLINDER, Alan S. (1999). “Eight Steps to a New Financial Order”, *Foreign Affairs*, vol. 78, nº 5, September/October 1999.

BORDO, Michael D.; EICHENGREEN, Barry & IRWIN, David A. (1999). “Is Globalization Today Really Different than Globalization a Hundred Years Ago?”, *mimeo.*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 7195, Washington, D.C., June 1999.

DADUSH, Uri (1999). “Making the System More Stable”, *mimeo.*, notas para apresentação no XI Fórum Nacional, Rio de Janeiro, em 18 de maio de 1999.

FELDSTEIN, Martin (1999). “A Self-Help Guide for Emerging Markets”, *Foreign Affairs*, vol. 78, nº 2, March/April 1999.

GALVÃO, Marcos (1998). “Globalização: Arautos, Céticos e Críticos (primeira parte)”, *Política Externa*, vol. 6, nº 4, março de 1998.

GUIMARÃES, Samuel Pinheiro (2000). “Capital Nacional e Capital Estrangeiro”, *Estudos Avançados*, vol. 14, nº 39, maio/agosto de 2000.

HAQ, Mahbub ul; KAUL, Inge & GRUNBERG, Isabelle (1996). *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*, Oxford University Press: Oxford, 1996.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2000). “Globalization: Threat or Opportunity?”, Issues Brief for 2000, Washington, D.C., April 12, 2000 ([www.imf.org](http://www.imf.org))

KÖHLER, Horst (2001). “New Challenges for Exchange Rate Policy”, remarks by the Managing Director of the International Monetary Fund at the Asia-Europe Meeting of Finance Ministers, Kobe, January 13, 2001 ([www.imf.org](http://www.imf.org))

MINISTERIO DE ECONOMÍA DA REPÚBLICA ARGENTINA (2001). “Convertibilidad, Aplicación, Mensaje PEN 429 y Proyecto de Ley”, projeto de lei enviado ao Congresso em 16 de abril de 2001 ([www.mecon.gov.ar/econom.htm](http://www.mecon.gov.ar/econom.htm)).

SCHULER, Kurt (1999). “Encouraging Official Dollarization in Emerging Markets”, United States Congress, Joint Economic Committee Staff Report, April 1999 ([www.house.gov/jec\\_democrats/reports.html](http://www.house.gov/jec_democrats/reports.html)).

STEIN, Robert (1999). “Issues Regarding Dollarization”, United States Senate, Subcommittee on Economic Policy, July 1999 ([www.senate.gov/~banking](http://www.senate.gov/~banking)).

SUMMERS, Lawrence (1999). “Hearing on Official Dollarization in Emerging-Market Countries”, United States Senate, Banking, Housing and Urban Affairs Committee, April 22, 1999 ([www.senate.gov/~banking](http://www.senate.gov/~banking)).

THE ECONOMIST NEWSPAPER LIMITED (2001). “Emerging-Market Indicators”, *The Economist*, June 30<sup>th</sup> – July 6<sup>th</sup>, 2001.

TOBIN, James (1999). "Financial Globalization: Can National Currencies Survive?", Keynote Address, *Annual World Bank Conference on Development Economics 1998*, The World Bank: Washington, D.C., 1999.

UNITED STATES SENATE (1999a). "Hearing on Official Dollarization in Emerging-Market Countries", Senate Banking Committee, Subcommittee on Economic Policy, Subcommittee on International Trade and Finance, April 22, 1999 ([www.senate.gov/~banking](http://www.senate.gov/~banking)).

UNITED STATES SENATE (1999b). "Hearing on Official Dollarization in Latin America", Senate Banking Committee, Subcommittee on Economic Policy, Subcommittee on International Trade and Finance, July 15, 1999 ([www.senate.gov/~banking](http://www.senate.gov/~banking)).

WILLIAMSON, John (1999). "Are Intermediate Regimes Vanishing?", speech given at the International Conference on Exchange Rate Regimes in Emerging Market Economies, Tokyo, Japan, December 17-18, 1999 ([www.iie.com/papers](http://www.iie.com/papers)).