



UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

DIEGO ROCHA BATISTA

**REDUCCIONISMO DA POLÍTICA MONETÁRIA ANTE A GLOBALIZAÇÃO
FINANCEIRA: UMA ANÁLISE CRÍTICA DA EXPERIÊNCIA BRASILEIRA A
PARTIR DA DÉCADA DE 1990**

SALVADOR

2010

DIEGO ROCHA BATISTA

**REDUCCIONISMO DA POLÍTICA MONETÁRIA ANTE A GLOBALIZAÇÃO
FINANCEIRA: UMA ANÁLISE CRÍTICA DA EXPERIÊNCIA BRASILEIRA A
PARTIR DA DÉCADA DE 1990**

Trabalho de conclusão de curso apresentado no curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia como requisito parcial à obtenção do grau de bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Luis Antonio Mattos Filgueiras.

**SALVADOR
2010**

DIEGO ROCHA BATISTA

REDUCCIONISMO DA POLÍTICA MONETÁRIA ANTE A GLOBALIZAÇÃO
FINANCEIRA: UMA ANÁLISE CRÍTICA DA EXPERIÊNCIA BRASILEIRA A PARTIR
DA DÉCADA DE 1990.

Aprovada em julho de 2010.

Orientador: -----

Prof. Luiz Antonio Mattos Filgueiras
Faculdade de Economia da UFBA

Oswaldo Guerra Ferreira Guerra
Prof. Faculdade de Economia da UFBA

Lívio Andrade Wanderley
Prof. Faculdade de Economia da UFBA

RESUMO

A globalização vem tomando uma conotação diferente, no sentido de que a dimensão financeira não só cresce mais rapidamente que o setor produtivo, mas principalmente porque impõe uma subordinação sobre as demais esferas, estabelecendo uma verdadeira “ditadura dos mercados”. A liberalização financeira dos fluxos de capitais vem se mostrando extremamente nociva à autonomia das políticas nacionais, à medida que reduz a soberania dos governos. O presente trabalho tem como objetivo investigar a partir de uma análise crítica, a experiência brasileira na globalização financeira, passando pela década de 1990 até o final do segundo governo do presidente Fernando Henrique Cardoso (FHC). Partimos de uma reflexão teórica constituída por um quadro referencial em torno das idéias de Keynes e dos pós-keynesianos, visando responder ao seguinte problema: em que medida a inserção da economia brasileira no processo de globalização financeira, a partir do Plano Real, resultou para o governo FHC numa perda de graus de liberdade no que tange à condução política monetária, notadamente a manipulação da taxa de juros.

Palavras-chave: globalização financeira. Liberalização financeira. Política monetária. Plano Real. Pós-keynesiano.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	5
2	A QUESTÃO DOS MERCADOS: UMA REFLEXÃO TEÓRICA	9
2.1	LIVRE FUNCIONAMENTO DOS MERCADOS: O ARGUMENTO LIBERAL	9
2.2	MERCADOS NEM TÃO EFICIENTES	15
3	IMPACTO DA LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA SOBRE A AUTONOMIA DAS POLÍTICAS NACIONAIS	24
3.1	O MODELO DE INSERÇÃO	25
3.2	“A DITADURA DOS MERCADOS”	36
4	ENGESSAMENTO DA POLÍTICA MONETÁRIA: A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA	43
4.1	A LÓGICA DO PLANO REAL	43
4.2	SOBRECARGA DA TAXA DE JUROS	47
4.2.1	Da reforma monetária ao fim da âncora cambial	49
4.2.2	Da Flutuação cambial ao final da era FHC	56
5	CONCLUSÃO	62
	REFERÊNCIAS	66

1 INTRODUÇÃO

A globalização é sem dúvida, nos últimos anos, um dos fenômenos de maior destaque no campo das ciências humanas, sendo objeto de inúmeras discussões em suas diversas vertentes, notadamente as de cunho político, econômico e social. Percebe-se, no entanto, que os veículos de comunicação mais tradicionais promovem uma discussão mais superficial sobre o processo, enfatizando particularmente os aspectos sócio-culturais e, mesmo os canais mais especializados, quando abordam os aspectos econômicos desse fenômeno, o fazem mais a partir da análise das relações comerciais. A escolha da temática visa justamente reforçar a discussão em torno da esfera financeira, pois embora os debates sobre os impactos da globalização venham sendo mais abordados a partir do estudo do setor produtivo da economia global, o que se observa é uma evolução mais rápida e extensiva da globalização financeira ante a comercial, fenômeno conhecido como “financeirização”, ou seja, processo no qual a valorização do capital via sistema financeiro é preferida em detrimento da valorização do capital via produção.

Nos anos de 1980, em países desenvolvidos, e na segunda metade dos anos de 1990 no Brasil, essa transformação toma uma dimensão global. A crise do capitalismo fordista nos anos de 1970 gerou modificações nas políticas econômicas dos principais países industrializados, que via de regra, adotaram regimes mais liberais, caracterizados por ondas de privatização de grandes empresas e pela liberalização dos sistemas financeiros, movimento que chega ao Brasil na década final do século XX. Como consequência, há uma ascensão dos mercados financeiros, que representa outra possibilidade de valorização do capital, sem passar pela esfera produtiva. A chamada globalização financeira, aliada ao surgimento e difusão de novas tecnologias de informação e de comunicação, amplia as possibilidades de fluxos de capitais entre diferentes mercados nacionais, acentuando tal processo.

À medida que nos aprofundamos na pesquisa bibliográfica em torno da temática, descobrimos que esse movimento, que a princípio poderia significar tão somente a redução do volume de investimentos em empreendimentos ligados à produção, agora desviados para o mercado financeiro, tem um alcance mais amplo. O crescimento de uma esfera puramente financeira em relação a uma esfera produtiva, no sentido de estar relacionada à produção de bens e serviços, possui outras implicações para além de uma eventual redução de investimentos destinados ao setor produtivo da economia. Na realidade, no contexto da globalização, o predomínio da esfera financeira traz consigo um novo paradigma de valorização do capital, no qual adicionar valor via

produção é apenas um dos modos de valorização (e não necessariamente o melhor). Em alguma medida é possível afirmar que, no novo panorama, há uma tendência cada vez maior de subordinação das demais esferas – produção, política, dentre outras – pela lógica financeira, ou se apropriando do termo utilizado por Chesnais (1998), trata-se de uma “tirania dos mercados”. Essa transformação traz uma série de implicações políticas, econômicas e sociais, uma das quais, passou a constituir o assunto de interesse desse trabalho de pesquisa em graduação: “Impactos da globalização financeira para autonomia das políticas nacionais”.

A liberalização financeira da economia brasileira tem sido implementada pelo Banco Central do Brasil (BCB) e pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) desde o final da década de 1980, acelerando-se tal movimento a partir do Plano Real, sempre guiados pela crença na auto-regulação do mercado - o que as sucessivas crises internacionais desmentem - ou no argumento de que os benefícios advindos da integração financeira ainda não chegaram porque é preciso aprofundar a liberalização, o que a experiência futura jamais poderá refutar, pois sempre será possível aprofundar a liberalização, logo estes argumentos poderão ser repetidos inúmeras vezes. Diante disso questionamos: Porque assumir todos esses riscos? Será mesmo a globalização financeira uma realidade inexorável? Em sendo, não haverá formas menos onerosas de se inserir neste processo? É em busca desses esclarecimentos que desenvolvemos nosso trabalho, utilizando, para tanto, as idéias de Keynes e dos pós-keynesianos.

O presente trabalho tem como objetivo apresentar o tema intitulado “Reduccionismo da política monetária ante a globalização financeira: uma análise crítica da experiência brasileira a partir da década de 1990”. Partimos de uma reflexão teórica constituída por um quadro referencial em torno das idéias de Keynes e dos pós-keynesiano, no intuito de inquirir o seguinte problema: em que medida a inserção da economia brasileira no processo de globalização financeira, a partir do Plano Real, resultou para o governo FHC numa perda de graus de liberdade no que tange à condução política monetária, notadamente a manipulação da taxa de juros.

O trabalho será dividido em cinco capítulos, já incluído essa parte introdutória. No próximo capítulo intitulado “A questão dos mercados: uma reflexão teórica” mostraremos que o cenário otimista que vem justificando o processo de abertura financeira dos países periféricos está vinculado a uma determinada visão quanto à lógica de funcionamento dos mercados financeiros internacionais. Para tanto o dividiremos em duas seções: i) na primeira seção

“Mercados eficientes: o argumento liberal” mostraremos a concepção ortodoxo liberal, segundo a qual os mercados são intrinsecamente eficientes e, portanto, a abertura financeira ao exterior traria uma serie de benefícios para a economia global, principalmente aos países em desenvolvimento onde há escassez de capital para promover o desenvolvimento; ii) Dado nossa postura contraria a visão convencional, mostraremos na segunda seção “Mercados nem tão eficientes”, a partir da visão de Keynes e pós-keynesinos que a economia de mercado não é capaz de conduzir a melhor aplicação dos fatores, exibindo inclusive, elementos intrínsecos de instabilidade, necessitando, portanto, da intervenção do Estado para prover um nível de demanda agregada compatível com o pleno emprego dos fatores. Nesta etapa estaremos justamente negando os argumentos apresentados pela ortodoxia na seção anterior para justificar a liberalização financeira.

No terceiro capítulo denominado “Impacto da globalização financeira sobre a autonomia das políticas nacionais” pretendemos mostrar se a experiência brasileira no processo de liberalização da conta de capitais a partir da década de 1990 realmente reduziu a margem de manobra do governo no que tange ao manejo das políticas nacionais, em especial a política monetária. Para tanto esse capítulo estará dividido em duas seções, como segue: na primeira seção, “O modelo de inserção”, mostraremos em quais bases se efetivou a inserção financeira da economia brasileira, explorando suas peculiaridades, pontuando as medidas práticas adotadas, ressaltando, sobretudo, as alterações do marco regulatório promovido pelas autoridades monetárias no sentido de liberalizar o movimento de capitais. Finalmente, encerraremos o capítulo com a seção “A ditadura dos mercados”, na qual acredito está a essência do nosso trabalho, pois aí encontra-se os fundamentos que levaram a construção do nosso problema de pesquisa, a saber: em que medida a inserção da economia brasileira no processo de globalização financeira, a partir do Plano Real, resultou para o governo FHC numa perda de graus de liberdade no que tange à condução política monetária, notadamente a manipulação da taxa de juros.

O quarto capítulo será dividido em duas seções que mostrarão as descobertas da nossa pesquisa: i) O tópico “A lógica do Plano Real” mostrará qual a estratégia montada por traz desse plano de estabilização, sobretudo, do ponto de vista da sua relação com o capital financeiro internacional ii) Na seqüência, apresentaremos a seção intitulada “sobrecarga da taxa de juros”, quando analisaremos a forma como a taxa de juros foi manipulada durante o

período analisado para atingir os objetivos, ou melhor, no caso do Brasil, o único objetivo visado pela autoridade monetária, qual seja: combate a inflação.

No capítulo conclusivo faremos uma síntese do que foi falado nos outros capítulos, de modo que possamos finalizar nossa análise de forma mais concisa, sugerindo outras propostas de pesquisa nas mesmas perspectivas exploradas no trabalho.

2 A QUESTÃO DOS MERCADOS: UMA REFLEXÃO TEÓRICA

Existe uma série de trabalhos que trata dos aspectos relacionados à liberalização financeira, muitos desses ressaltando os benefícios desse processo e os utilizando como argumentos para justificar e promover sua condução e consolidação, sobretudo nas economias emergentes. Dada nossa postura crítica em relação às políticas de cunho liberal emanadas da doutrina do “*laissez faire*”, pretendemos neste capítulo promover um debate teórico entre as idéias ortodoxas e a visão pós-keynesiana a respeito da liberalização financeira, destacando os três argumentos a seguir: i) a visão liberal, segundo a qual o mercado é auto-regulável e, portanto, capaz de fazer a alocação ótima dos recursos disponíveis ii) à idéia de que a liberalização financeira conduz a maior estabilidade econômica, na medida em que neutraliza a ação estatal provocadora de instabilidade; iii) finalmente, o argumento de que a abertura financeira ao exterior, principalmente nos países em desenvolvimento, resolveria o problema da escassez de capital, por oferecerem melhores rentabilidades a partir de taxas de juros relativamente mais elevadas quando comparadas a dos países desenvolvidos.

2.1 LIVRE FUNCIONAMENTO DOS MERCADOS: O ARGUMENTO LIBERAL

O cenário otimista que vem justificando a implantação do conjunto de medidas ortodoxo-liberais está vinculado a uma determinada visão do funcionamento dos mercados. Esta visão, por sua vez, tem sustentação na filosofia individualista, a qual defende que cada indivíduo ao buscar seu próprio bem estar o faria de forma eficiente, não só do ponto de vista individual como também coletivo, neste sentido, preservar a liberdade individual e as iniciativas privadas conduziria o mercado a auto-regulação. Dois conceitos, que se completam mutuamente, são essenciais à fundamentação dos preceitos liberais: a teoria dos “mercados eficientes” (FAMA, 1980; apud DIAS e ZILBOVICIUS, 2006) e as “expectativas racionais”¹. A primeira hipótese, a dos mercados eficientes, sugere que todas as informações relevantes sobre os fundamentos da economia estão disponíveis em cada momento, para todos os participantes dos mercados. Complementarmente, o suposto das expectativas racionais, afirma que a ação racional dos agentes diante das informações existentes seria capaz de orientar a

¹ O primeiro artigo relevante sobre as expectativas racionais foi publicado em 1961, por John Muth. Porém, o mesmo não despertou muito interesse, permanecendo esquecido por quase 10 anos. O reconhecimento da importância do assunto veio com o *paper* de Robert Lucas e Leonard Rapping, intitulado Salário real, emprego e inflação, publicado em 1969 no *Journal of Political Economy* (JPE), uma das mais renomadas revistas de economia de todo o mundo.

melhor distribuição possível dos recursos entre os diferentes ativos. Assim, os sinais de mercado provêem informações suficientes para a previsão de eventos futuros, permitindo que os agentes econômicos formem suas expectativas racionais como base para as decisões que maximizam suas utilidades. O resultado dessa linha de raciocínio é o suposto de que a economia é intrinsecamente estável, conduzindo à idéia de que ela convergiria automaticamente ao equilíbrio de longo prazo, desde que os mercados sejam livres, de forma a permitir que as preferências individuais atuem como mecanismos reguladores.

Tomando tais pressupostos como verdadeiros, os agentes econômicos ao tomarem suas decisões acreditam que uma distribuição de probabilidade objetiva governa os resultados presentes e futuros de mercado. Assim sendo, se todas as informações relevantes estão disponíveis no mercado, refletindo os fundamentos que podem ser adotados como um guia confiável no processo de decisões, os agentes bem informados e agindo em seu próprio interesse, sempre perceberão o futuro sem incorrer em erros.

È notório, entretanto, que desde o ressurgimento das teorias liberais, sucessivas crises vêm acometendo a economia mundial. Qual a explicação dos economistas do *maistream* para esses desequilíbrios? Fica claro que a teoria não está em consonância com a realidade? Segundo Mollo e Amado (2001, p. 293) ² nesse tipo de raciocínio a instabilidade ou está associada a ciclos transitórios de curto prazo, até que se encontre o equilíbrio de pleno emprego, ou quando vista como danosa, é associada a fatores exógenos. Dentre esses fatores, e o que mais nos interessa nesse trabalho, destaca-se a intervenção estatal em geral, e a intervenção monetária em particular, causadoras, segundo a teoria convencional, de instabilidade no sistema econômico.

No tocante a primeira linha de raciocínio quanto ao funcionamento dos mercados, quando se admite desequilíbrios transitórios, destacamos a explicação de Stiglitz (2002) que compatibiliza a hipótese de expectativas racionais com a ocorrência de “bolhas” nos preços dos ativos financeiros. Segundo este autor uma “bolha” existe quando o fato do preço de um ativo ser alto hoje alimenta a crença de que seu preço de venda será maior amanhã – ainda

² Assim como na análise de MOLLO, incluímos aqui entre os liberais diversas correntes teóricas, pois no que diz respeito à crença na regulação dos mercados, essas escolas apresentam posicionamentos teóricos em comum. Por outro lado ressaltamos sucintamente suas diferenças: a concepção novo-clássica, por exemplo, é a mais liberal, enquanto os neoclássicos admitem certa intervenção do Estado para compensar ou corrigir imperfeições de mercado que torna o mecanismo ineficiente a curto prazo. A longo prazo, porém, todos concordam com a eficiência reguladora da livre iniciativa.

que seus fundamentos não pareçam justificar tal expectativa. Essa discrepância entre os preços de mercado dos ativos e seus valores fundamentais - que na visão liberal ocorrem de forma eventual – só podem aparecer como resultado do comportamento irracional de alguns agentes econômicos.

De fato, o fenômeno da especulação, de acordo com Stiglitz (2002), estaria associado à existência de “insensatos *noise traders*” que são investidores curto-prazistas que acreditam saber mais que o mercado. Os *noises traders* se diferenciam dos “arbitradores” – que são definidos como investidores que formam totalmente suas expectativas racionais sobre os retornos dos títulos e cuja ação faz com que o preço dos títulos sejam elevados em direção aos fundamentos do mercado – por serem em média mais agressivos e mais propensos a risco. Sua ação resulta no fato de que nem toda demanda por título pode ser resultado de um comportamento racional, mas sim de uma resposta de expectativas ou sentimentos que não são justificados completamente pela informação existente (FERRARI FILHO; PAULA, 2004, p. 374).

Contudo, embora a doutrina do *laissez-faire* admita um comportamento irracional que, eventualmente possa perturbar o equilíbrio de mercado no curto prazo, acreditam, por outro lado, que a tendência histórica dos mercados, em última instância, acaba sendo determinada pelos fundamentos imutáveis do setor real, anulando assim a ação dos especuladores. É possível depreender a partir daí que, no longo prazo, os investidores irracionais seriam extintos por força do funcionamento de um mercado eficiente.

Para entendermos a posição a que o Estado é relegado na visão liberal – elemento perturbador do ótimo funcionamento do sistema, causador de instabilidade, particularmente por meio da autoridade monetária - é preciso recorrer novamente ao instrumental teórico da ortodoxia liberal. A questão que se coloca é: que papel a demanda agregada e a moeda desempenham no modelo clássico? Nesse modelo a demanda agregada não constitui um fator determinante do nível de produção da economia, na verdade são as condições de oferta que determinam o nível de produto. É o mundo da chamada Lei de Say, segundo a qual “a oferta cria sua própria demanda”. De acordo com esta lei, toda a renda criada no processo produtivo seria gasta, de forma a gerar a demanda necessária para adquirir toda a produção. Os clássicos acreditam que todas as variáveis que afetam a oferta agregada são variáveis reais. O nível de emprego e de produto independem de variáveis nominais (monetárias), como nível de preços, salário nominal, etc. No campo das ciências econômicas é notório que a partir de um determinado patamar de desenvolvimento, já alcançado há muito tempo pela sociedade, a moeda

desempenha três funções básicas: i) meio de troca, onde a moeda é o instrumento intermediário de aceitação geral, para ser recebido em contrapartida da cessão de um bem e entregue na aquisição de outro bem; ii) unidade de conta, permite contabilizar ou exprimir numericamente os ativos e os passivos, os haveres e as dívidas; iii) finalmente, reserva de valor, onde a moeda pode ser utilizada como uma acumulação de poder aquisitivo, a usar no futuro. A lei de Say só considera que haja demanda por moeda quando ela funciona como meio de troca, ou seja, o modelo só é válido onde os indivíduos só demandam moeda pelo motivo transação e precaução. Dessa forma toda a renda auferida pelos indivíduos seria gasta na compra de bens e serviços. Percebe-se que o modelo clássico não prevê a demanda de moeda pelo motivo portfólio, já que não supõem algum tipo de especulação financeira.

Existe no modelo clássico uma separação entre o chamado lado real e o lado monetário da economia. As variáveis reais – produto, nível de emprego, salário real, preços relativos, etc. – não são afetadas pela quantidade de moeda, que apenas determina as variáveis nominais – preços e salários nominais. Esta é a chamada “dicotomia clássica”, que mostra a controversa “neutralidade da moeda”. Esta separação confere um papel totalmente passivo para a demanda agregada. Neste sentido, dada a oferta de moeda, determinada exógenamente pela autoridade monetária, e o nível de produto definido pela oferta agregada, alterações na demanda agregada, em decorrência de alterações na oferta de moeda, apenas mudam o nível geral de preços da economia, sem qualquer impacto sobre o produto real. Graficamente:

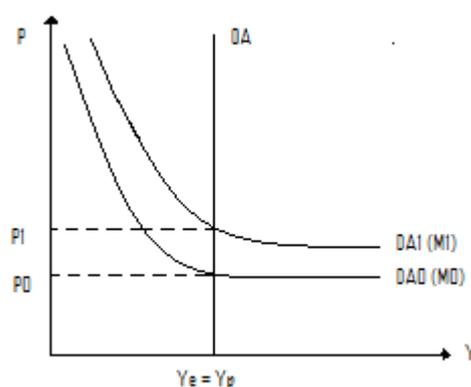


Gráfico 1

Fonte: VASCONCELLOS M. A. S. DE; LOPES L. M. Manual de Macroeconomia. São Paulo: Atlas, 2008, p. 117.

É com base nessa visão que surge o temor dos liberais quanto a intervenção estatal, sobretudo por meio da política monetária. O argumento é que uma impulsão monetária consegue no

máximo alterar transitoriamente os preços relativos e, então, a economia real, mas esse efeito é rapidamente neutralizado pelo comportamento dos agentes econômicos, restando como efeito permanente apenas o crescimento do nível geral de preços.

... não há vantagem nestes choques monetários para a economia como um todo, e eles tendem a dificultar a percepção dos agentes econômicos retardando, então, os ajustamentos para o equilíbrio, o que mostra seu caráter negativo, desaconselhando, para os liberais, a ação estatal (MOLLO; AMADO, 2001, p.132).

Se a economia é aberta ao exterior, a ação do Estado pode ser contrabalançada e até mesmo evitada, razão pela qual a abertura financeira é vista como importante na análise tradicional. O raciocínio é que com a globalização financeira e a livre mobilidade de capitais, o aumento da quantidade de moeda provocado pelas autoridades monetárias nacionais tende a ser diluído rapidamente, o que neutraliza o efeito da impulsão monetária sobre a economia. O argumento aqui, pelo menos quando vigoram a sistemática de câmbio fixo ou administrado, é que o aumento na quantidade de moeda provoca uma redução na taxa de juros, o que expulsa capitais para o exterior, reduzindo internamente a oferta monetária e suavizando a ação econômica estatal³. Contudo, o argumento para a defesa da globalização é o de que ela conduz a maior estabilidade econômica, na medida em que neutraliza ou atenua a ação monetária estatal provocadora de instabilidade.

Por fim, os liberais também defendem a liberalização dos mercados financeiros por acreditar que constitui uma forma de reduzir as desigualdades entre os países. A explicação é que existem rentabilidades distintas promovidas pelos diferenciais de taxas de juros oferecido pelos diversos países. Espera-se nessa perspectiva que os países menos desenvolvidos, que contam com maiores oportunidades de investimento e menor volume de capital, apresentem produtividade marginal do capital maior, portanto, rentabilidades maiores que se refletem nas taxas de juros e de lucros superiores. Assim, o movimento livre de capitais tenderia a promover uma migração de poupança dos países desenvolvidos para os países em desenvolvimento, ampliando o investimento e a renda destes últimos e reduzindo as desigualdades (WILLIANSO, 1996). Essa tendência ganha sustentação no bojo da análise convencional, onde impera a idéia aparentemente lógica de que para haver investimento era

³ Caso vigore o câmbio flutuante, a própria mudança nos preços relativos se encarregariam de assimilar os efeitos da reversão nos fluxos de capitais. Assim, uma fuga de capitais resultaria numa desvalorização da moeda nacional frente à moeda estrangeira, enquanto um influxo de capitais levaria ao efeito contrário, ou seja, a apreciação da moeda nacional em relação à moeda estrangeira.

preciso que primeiro houvesse poupança, porque investimento é acumulação de capital, e era preciso, antes de mais nada, haver capital para ser acumulado. Para os clássicos o capital não seria um tipo de mercadoria diferente das outras, aquelas destinadas a consumo.

A diferença entre consumo e investimento seria mais de destinação do que de origem ou de natureza do produto. O trigo que fosse transformado em pão serviria como bem de consumo. O trigo que servisse de semente para o novo plantio seria um investimento, um bem de capital (CARDIM DE CARVALHO, 2004, p. 31).

Nesta perspectiva, poupar (isto é, não consumir) era uma condição para que pudesse haver investimento. Consumo e investimento eram usos alternativos para o produto disponível. Poupar era impedir que o produto fosse destruído (consumido), abrindo assim a possibilidade de que ele fosse utilizado produtivamente.

Na visão clássica considera-se a decisão de alocação da renda entre poupança e consumo como uma escolha intertemporal entre consumir hoje ou no futuro, ou seja, o indivíduo ao poupar, somente o faz para consumir futuramente. O sacrifício ao consumo exige um “prêmio pela espera”, isto é, o indivíduo só poupará se puder consumir mais no futuro do que consumiria hoje. Assim a poupança depende do tamanho do prêmio pela espera, ou seja, da taxa de juros que remunera a poupança do indivíduo. Quanto maior a taxa de juros mais caro será o consumo presente em termos do consumo futuro, portanto, maior o estímulo à poupança. Como as pessoas pouparam para consumir mais no futuro, ninguém retém poupança na forma de moeda, uma vez que esta não rende juros. Portanto os agentes canalizam suas poupanças na aquisição de títulos. Assim, o volume de poupança corresponde à oferta de fundos no mercado financeiro. Quanto maior a taxa de juros, maior será a quantidade ofertada de recursos. Dessa forma a função poupança será crescente, em relação a taxa de juros. Já pelo lado dos investidores, a taxa de juros mede o custo do capital necessário para a concretização de planos de investimento. Quanto mais rentável fosse o investimento, mais os empresários estariam dispostos a pagar pelo empréstimo. A taxa de juros que conciliasse os desejos dos dois grupos foi chamada por Wicksell de taxa natural de juros.⁴

⁴ Friedman (1968) afirmou que sua taxa natural de desemprego foi construída com base na taxa natural de juros de Wicksell. Essa taxa é aquela que iguala a poupança ao investimento e que mantém inalterado um nível qualquer de preços para um dado nível de emprego.

Do ponto de vista financeiro os liberais do *maistream* raciocinam como se houvesse sempre um lastro em poupança nos depósitos bancários, e estes fossem os responsáveis pelos empréstimos. Assim, abrir os mercados financeiros significa abrir as possibilidades de transferências de poupanças entre regiões, de forma convergente, já que as oportunidades mais rentáveis de investimentos estariam nas regiões menos desenvolvidas, enquanto as mais desenvolvidas tenderiam a ter superávit de poupança. Mesmo diante do mundo real, onde as economias modernas não operam de forma tão simplificada, com agentes econômicos escolhendo diretamente a forma de utilização do produto, não alteraria profundamente a visão clássica da relação entre consumo e poupança. Autores como Wicksell, por exemplo, mostraram que embora a dinâmica das modernas economias monetárias fosse mais complicada (e mais frágil, sujeita à ocorrência de processos de desequilíbrios cumulativos), a atividade de investimento continuava, em última análise, sujeita aos limites colocados pela disposição do público em poupar e colocar parcela do produto gerado pela sociedade à disposição dos investidores. Mercados de crédito obscureciam o modo pelo qual este processo fundamental operaria, mas não teriam o poder de transformá-lo.

Esses são alguns dos principais argumentos do *maistream* para promover o processo de liberalização financeira das economias nacionais. Sumarizando, os principais pontos explorados foram: i) a visão liberal, segundo a qual o mercado é auto-regulável e, portanto, capaz de fazer a alocação ótima dos recursos disponíveis ii) Um outro argumento utilizado para justificar a liberalização financeira, e esse é o que mais nos interessa, é que ela conduz a maior estabilidade econômica, na medida em que neutraliza a ação estatal provocadora de instabilidade, em outras palavras, os liberais também defendem a globalização financeira justamente por cercear as possibilidades de condução das políticas pelos governos nacionais. iii) a abertura financeira ao exterior, principalmente nos países em desenvolvimento, resolveria o problema da escassez de capital, por oferecem melhores rentabilidades a partir de taxas de juros relativamente mais elevadas comparado a dos países desenvolvidos.

2.2. MERCADOS NEM TÃO EFICIENTES

Dado nossa visão contrária aos preceitos liberais, baseada na idéia de que a liberdade individual e as iniciativas privadas promovem a melhor regulação do sistema econômico, portanto, nosso posicionamento crítico à visão ortodoxa da teoria dos mercados eficientes bem como das expectativas racionais, ambas de cunho antiestatistas, utilizaremos nesta seção

para contrapor tais argumentos uma nova interpretação do pensamento de Keynes, a qual encontra-se ligado a nomes como DAVIDSON (1972), KREGEL (1973) e MINSKY (1975). Contrariando a idéia de “eficiência” que rege a teoria convencional, os quais atribuem a instabilidade a acidentes ou erros de política econômica, advogaremos aqui que o próprio capitalismo é inerentemente instável:

(...) o sistema financeiro é segundo Minsky, naturalmente instável e tende a se fragilizar a medida que a economia se desenvolve. Isto não se deve a acidentes nem a erros de política, mas resulta do funcionamento normal da nossa economia (MINSKY, 1977, p. 139; apud MOLLO, 1988).

Pós-keynesianos acreditam que num mundo marcado por incertezas, as avaliações futuras do mercado estarão sempre sujeitas a mudanças repentinas. Fundamentos não fornecem um guia confiável sobre o futuro, uma vez que a base de informações sobre a qual se apóiam as decisões sobre acumulação de riqueza é incompleta, assim as avaliações futuras do mercado estarão sempre sujeitas a desapontamentos. DAVIDSON (1994), por exemplo, afirma que o futuro não é calculável, e nem é um reflexo estatístico do passado, uma vez que determinados eventos não geram informações suficientes para que os agentes possam construir probabilidades futuras. Em outras palavras, por ser o mundo regido sob condições de incerteza radical, as avaliações futuras não são previsíveis nem calculáveis por probabilidade, portanto, a base informacional das decisões econômicas mais importantes é incompleta.

Segundo Keynes (1964), o conhecimento dos agentes acerca dos fatos que governarão o retorno futuro de um investimento é tanto mais precário quanto maior o período a ser considerado. O cenário futuro, sob o qual se tem que tomar decisões, é inferido a partir de uma convenção, cuja essência é admitir que o estado de coisas continuará indefinidamente, porém, nós sabemos que isso é pouco provável, pois tudo está em constante transformação, logo os resultados efetivos de um investimento ao longo dos anos muito raramente se mostrará de acordo com as expectativas iniciais. Como a informação acerca do futuro é limitada, e a relação entre eventos e respostas depende das interpretações feitas pelos indivíduos, cada um operando de acordo com suas crenças a respeito do significado econômico que a generalidade dos participantes do mercado atribui ao evento em questão, os agentes avaliam os dados disponíveis de forma heterogênea e formulam hipóteses divergentes. O processo decisório leva em conta um leque de considerações que não têm qualquer relevância em bases objetivas. È por isso que, além das informações e prognósticos

sobre o futuro, importa o estado de confiança, que exprime o grau de crença e o compromisso que se têm nos cálculos realizados. Como o futuro é incerto e o estado de confiança dos agentes econômicos é subjetivo, existe espaço para diversidade de opiniões sobre o futuro e oscilações bruscas nos prognósticos. Assim se existe diferenças de opiniões e mercados organizados para fornecer liquidez aos ativos, abre-se, então, a possibilidade para emergir as atividades especulativas.

Contrariando a análise convencional da eficiência do mercado no longo prazo, as expectativas da maior parte dos investidores não estão preocupadas com uma previsão superior de longo prazo quanto aos rendimentos de seus ativos, mas com mudanças na base convencional de valorização de seus ativos num prazo mais curto possível.

Eles estão preocupados não com o valor que o investimento tem para o homem que o compra “para mantê-lo”, mas como o mercado o avaliará, sob a influência da psicologia das massas (KEYNES, 1964, p. 165).

Assim, a especulação para Keynes é uma atividade de antecipar a “psicologia do mercado” já que a chave do sucesso da aplicação em ativos financeiro não é prever os fundamentos futuros dos ativos, mas, sobretudo, o movimento dos outros investidores.

Por tornar os ativos mais líquidos e liberar o investidor da irreversibilidade do investimento, a organização dos mercados financeiros, ao mesmo tempo que pode ser um estímulo ao desenvolvimento da atividade produtiva, na medida em que gera recursos para financiar os investimentos, também aumenta as oportunidades para os ganhos especulativos, na medida em que amplia as possibilidades de obter lucros sobre a variação do valor da riqueza. Nesse sentido, a atividade especulativa tem um impacto ambíguo sobre os mercados financeiros, porque, embora a liquidez dos mercados financeiros facilite, também impede o curso de um novo investimento. Se os especuladores dominam os mercados financeiros, as práticas de curto prazo determinam a evolução dos preços dos ativos.

Os especuladores podem não causar dano quando são apenas bolhas num fluxo constante de empreendimento; mas a situação torna-se séria quando o empreendimento se converte em bolhas no turbilhão especulativo. Quando o desenvolvimento do capital em um país se converte em subproduto das atividades de um cassino, o trabalho tende a ser malfeito (KEYNES, 1964, p. 168).

Contudo, se as expectativas são inseguras, os preços nos mercados financeiros podem flutuar fortemente ou temporariamente estacionar em qualquer valor. Isto porque o grau de confiança com que os agentes vêem o futuro é comum flutuar no tempo, em resposta às expectativas formuladas por eles. Na visão pós-keynesiana o valor intrínseco de um ativo, relacionado a valores derivados do desconto apropriado do fluxo de retornos esperados dos ativos, não existe, já que a taxa de desconto varia de acordo com as percepções de risco que se alteram em respostas a eventos e, por isso, não são passíveis de conhecimento. Portanto para Keynes e pós-keynesianos a atividade especulativa não é uma anomalia, explicada pela ação dos “insensatos noise traders”, como defendia Stiglitz. Na verdade a especulação é uma consequência natural da própria forma de operação dos mercados financeiros no mundo real. Prevaecem as expectativas de curto prazo do comportamento do mercado, ao invés dos fundamentos básicos de longo prazo, aquelas constituem o determinante principal do movimento dos preços dos ativos financeiros.

Contra-argumentamos até aqui, com base na visão keynesiana, a idéia tradicional de eficiência do mercado, mostrando que o mesmo não consegue promover o nível ótimo de utilização dos fatores de produção. Ora, se o mercado, ao contrário do que afirmam os economistas do *maistrian*, não conseguem prover a estabilidade do sistema, a quem caberia essa tarefa? A concepção de mercados regulados e da necessidade de complementaridade entre Estado e mercados foi desenvolvida, entre outros autores, por John Maynard Keynes. Ao contrário da visão ortodoxa, segunda a qual as políticas economicas ativistas não têm efeito permanente sobre as variáveis reais, tais como produto e emprego, as políticas keynesianas, em sentido amplo, têm como principal objetivo o pleno emprego. Nessa perspectiva a economia de mercado exhibe, como já foi mostrado, elementos intrínsecos de instabilidade e não cria o nível de atividade compatível com o pleno emprego. Conseqüentemente, em “economias monetárias”, o pleno emprego só pode ser alcançado por acidente ou com o impulso das políticas públicas.

A *economia monetária* de Keynes descreve um mundo capitalista em que firmas, por um lado, e trabalhadores, por outro, objetivam obter e acumular o máximo de rendimentos e riquezas monetárias. A preferência por liquidez presente nesse modelo baseia-se no fato de que a moeda, mais do que qualquer outro ativo, é capaz de deixar o agente numa posição mais fluída, isto é, livre para adotar novas estratégias em um mundo incerto. A incerteza assumida por Keynes e keynesianos é definida como um conjunto de conjecturas sobre um contexto

futuro que não está sujeito ao cálculo probabilístico de resultados possíveis. Diferentemente, o resultado futuro de um jogo de roleta, a expectativa de vida de uma população ou o índice pluviométrico futuro de um país, são exemplos de situações que estão sujeitos a incertezas estatisticamente previsíveis. No modelo de Keynes, cada agente busca uma série de normas para agir e se defender contra o futuro totalmente inesperado; a retenção de liquidez na forma monetária é a mais comum dessas regras práticas.

Keynes estabeleceu as linhas gerais do conceito chamado *economia monetária* que foi amplamente desenvolvido, especialmente, pelos *pós-keynesianos*. Na sua visão, a moeda desempenha um papel fundamental, afeta motivações e decisões, produção e investimento, além disso, é um dos fatores operativos da situação, de modo que o curso dos eventos não pode ser conhecido, seja no curto ou no longo prazo, sem conhecer o comportamento da moeda. Logo, contrariando a análise clássica a ação monetária estatal é considerada potente para alterar estados reais da economia. Nesse sentido na análise de Keynes a operação de uma economia monetária não pode ser compreendida a partir de modelos analíticos ancorados na Lei de Say, onde a moeda é neutra. A característica principal do conceito de economia monetária que o diferencia da análise clássica é a não neutralidade da moeda em quaisquer circunstâncias. Para uma dada quantidade de bens de investimento, o nível de emprego pode ser afetado devido a uma redução (ou aumento) da demanda por bens provenientes de decisões de aumentar (ou reduzir) a retenção de moeda. A acumulação de riqueza monetária definirá o padrão de acumulação real de uma economia porque decisões de investir ou de reter riqueza monetária são mutuamente exclusivas. A propriedade crucial da moeda é ser reserva de valor, assim, é uma alternativa à aquisição de ativos de capital porque satisfaz os desejos da sociedade de acumular riqueza. Se, por um lado, a moeda é capaz de acalmar a inquietude dos possuidores de riqueza frente ao futuro incerto, por outro, bens de capital, para serem preferidos, devem oferecer ao investidor potencial uma compensação a fim de estimulá-lo a trocar a sua riqueza líquida por uma riqueza ilíquida. Quando essa compensação não é suficiente para estimular decisões de investimento, a preferência pela liquidez predomina, então, as variações positivas da renda e do nível de emprego tendem a se reduzir.

Teóricos adeptos da interpretação tradicional admitem que alterações do nível de emprego somente ocorram por meio de mudanças nas variáveis reais da economia, quando existem mudanças das preferências sociais entre trabalho e lazer, variações do *estado das artes* que alteram a produtividade (acumulação de capital, inovação tecnológica, etc.) e choques

exógenos causados pelas autoridades monetárias. Diferentemente, pós-keynesianos percebem que o nível de emprego pode flutuar devido às mudanças de avaliações subjetivas a respeito do futuro incerto que provocam decisões de portfólio a favor de ativos mais líquidos, em especial, a retenção de moeda. Portanto, é o papel desempenhado pela moeda que fundamenta as conclusões de Keynes a respeito da dinâmica capitalista. No ceio dessa interpretação, as políticas de intervenção via banco central tentam induzir os agentes a tomar decisões consistentes com determinados objetivos relativos ao uso da liquidez disponível. Uma política monetária que visa à redução do desemprego deve estimular o *animal spirits* da economia de tal forma que a incerteza futura tenha uma influência mais restrita sobre as decisões de investimento: busca-se aumentar o retorno total esperado relativo dos ativos de capital. Dessa forma, uma alteração de composição de portfólio do público a favor da aquisição de máquinas e realização de obras tornar-se-ia menos arriscada. A troca da liquidez da moeda com rendimento nulo pela iliquidez dos ativos de capital com retornos esperados positivos deve se transformar, pela ação da política monetária, na opção mais rentável e segura para os agentes, conseqüentemente, reduzindo o desemprego. Em suma, manipulações da política monetária devem tentar provocar mudanças de preços relativos de diversos ativos da economia, dos mais líquidos aos mais ilíquidos, induzindo decisões de portfólio que atinjam as variáveis reais da economia. Enquanto na análise convencional a ação monetária estatal é provocadora de instabilidade no sistema, para pós-keynesianos a autoridade monetária seria capaz de equacionar a incapacidade dos mercados em prover a alocação ótima dos fatores, conduzindo a economia ao pleno emprego⁵.

Para finalizar a discussão acerca da visão ortodoxo liberal e a visão de Keynes e pós-keynesianos relativa aos argumentos sobre liberalização financeira, questionamos agora a idéia de que a abertura financeira reduziria as desigualdades, uma vez que haveria uma tendência de migração dos capitais dos países desenvolvidos para os países em desenvolvimento onde as oportunidades de valorização desses recursos seriam mais favoráveis. Como já foi mostrado, por trás desse argumento está a visão clássica de que a disponibilidade de poupança se coloca como uma condição para que haja investimento. Essa concepção da relação entre investimento e poupança e do papel da taxa de juros foi desafiada

⁵ As idéias apresentadas nessa parte do trabalho, quando questionamos a visão dos liberais a respeito da intervenção estatal, particularmente por meio da política monetária, estão fortemente apoiadas nos argumentos apresentados por KEYNES (1964) em sua obra principal, principalmente no livro quarto “O Incentivo a Investir”, onde Keynes descreve minuciosamente a “economia monetária”, ressaltando o papel singular ocupado pela moeda e, por conseguinte, a eficácia da ação monetária estatal.

frontalmente por Keynes. Na visão deste, poupança é antes o resultado que o pré-requisito para o investimento. Segundo Keynes, em economias modernas, organizadas de forma empresarial, o que será produzido, e quanto, é decidido de acordo com as expectativas de demanda que os empresários tenham. A escolha entre consumo e investimento seria geralmente feita *antes* do produto ser produzido, já que em economias industrializadas os bens têm uso especializado segundo sua natureza, pelo menos na maior parte dos casos. Não é possível escolher entre a utilização de uma máquina como bem de consumo ou de capital de acordo com a taxa de juros vigente no momento. A definição do produto é feita, segundo Keynes, antes que este seja efetivamente produzido. Nestas economias, a decisão de investir depende não da disponibilidade de *produto* não consumido, mas de financiamento, isto é, acesso a meios de pagamento. A produção de bens de investimento será efetuada *em resposta* a uma demanda por estes tipos de bens. Para isto, o que é necessário é que o sistema financeiro (e bancário, em particular) seja capaz de gerar e colocar nas mãos dos investidores os meios de compra necessários para que as encomendas possam ser feitas aos produtores de bens de investimento. Uma vez que as firmas que produzem estes bens se deparam com a demanda dos investidores, elas contratarão os trabalhadores necessários para produzi-los e acionarão seu parque produtivo. Deste modo, até o limite do pleno emprego dos fatores, na visão de Keynes o investimento poderá ser realizado sem qualquer necessidade de prévia existência de poupança. Nesta perspectiva a poupança será gerada como resultado do investimento, já que a forma que este toma é a do conjunto de bens cujo destino não pode ser, por sua própria natureza, o consumo. Portanto, o produto que será gerado em resposta à demanda de investimento será necessariamente produto não-consumível, poupança conseqüentemente. A economia poupa o que foi investido porque aquele montante de produto só foi produzido como resultado da demanda dos investidores.

Na visão de Keynes a escolha entre consumo e poupança era um problema complexo, envolvendo em particular dois elementos importantes: a influência de variáveis sociais, determinantes de um dado nível de vida, e a da incerteza do futuro, que estimularia a adoção de precauções contra situações adversas. Poupança, em grande medida, seria o modo pelo qual o indivíduo se precaveria contra choques adversos no futuro e defenderia a continuidade de seu padrão de vida. Deste modo, esperava Keynes que o volume desejado de poupança dos indivíduos respondesse muito mais a variações de sua renda (proxy de seu nível de vida) do que a variações da taxa de juros.⁶

⁶ Ainda que não se negasse que a taxa de juros exerça certo papel na decisão de consumir, especialmente através da relação com preços de ativos, Keynes minimizava a influencia da taxa de juros sobre a decisão de poupar, alegando que muitos poupadores acumulavam depósitos em bancos, que nada rendiam. Sua decisão não poderia depender, portanto, da taxa de juros.

Os resultados da visão keynesiana são tão evidentes quanto os da concepção clássica. Trata-se agora de impulsionar o investimento, porque este trará consigo a poupança necessária. Não importa qual seja a propensão a poupar da sociedade, na visão descrita o volume poupado será sempre igual ao investido. As políticas de crescimento devem ser dirigidas ao incremento dos investimentos, porque a poupança seguirá a este como uma sombra. Em particular, deve-se evitar aumentos de taxas de juros, porque os investimentos seriam reduzidos e a poupança cairia, mesmo que os poupadores estivessem dispostos a poupar mais do que antes.

Este raciocínio não se altera quando consideramos a poupança externa. Investimentos crescentes podem acarretar um aumento da dependência de poupança externa em duas circunstâncias. Na primeira, os investimentos são tão altos que superam a disposição do público a poupar mesmo quando a economia está operando a pleno emprego e capacidade. Neste caso, o produto nacional já não pode crescer para acomodar uma demanda crescente por investimentos sem reduzir o consumo interno ou apelar para poupança externa ou a uma combinação de ambos. Nesse caso, a economia operaria como na visão clássica, mesmo para Keynes e seus seguidores. Mas a poupança externa pode crescer mesmo antes que se atinja o pleno emprego. Na verdade, o que se chama de poupança externa é o déficit em transações correntes do país, isto é, o excesso de importações sobre exportações de bens e serviços desta economia. Este déficit pode crescer não apenas quando a demanda interna busca absorver um volume de produto maior do que o que pode ser produzido internamente ou trocado por exportações, mas também quando os preços relativos favorecerem a demanda por bens e serviços importados em detrimento dos produzidos domesticamente. Do mesmo modo, a dependência da poupança externa, pelo menos enquanto não se enfrenta a barreira do pleno emprego, pode ser controlada pela manipulação dos preços relativos entre produção doméstica e externa, através da política de câmbio. Dependência de poupança externa, assim, pode acabar por refletir mais uma moeda local sobre valorizada do que necessariamente baixa propensão a poupar.

Vários trabalhos compartilham dessa linha de argumentação. Bresser Pereira, por exemplo, afirma que:

... a política de crescimento com poupança externa leva geralmente a uma alta taxa de substituição da poupança interna pela externa, de forma que o que se transforma em investimento e não em consumo é pouco, desproporcional ao ônus de remessas de juros e lucros que a transferência de recursos proporcionou” (BRESSER PEREIRA; GALA, 2008, p. 83).

A explicação é que quando um país adota uma política de crescer com poupança externa, ou seja, com déficit em conta corrente, financiando-os seja com empréstimos, seja com investimentos diretos, a taxa de câmbio estará em nível valorizado (ou sobre valorizado) em relação àquela que prevaleceria se a estratégia fosse de manter em torno de zero o saldo em conta corrente. Essa apreciação tende a causar impactos negativos sobre variáveis determinantes para o desempenho da atividade econômica: do lado da demanda a apreciação cambial provoca, sucessivamente, a diminuição das exportações, dos investimentos voltados para as exportações e da poupança enquanto resposta do investimento; do lado da oferta, a diminuição do investimento é sancionada pela diminuição direta da poupança interna causada pelo aumento dos salários reais e pelo aumento do consumo, sobretudo de importados, devido à mesma apreciação do câmbio. Em suma haverá uma tendência de substituição da poupança interna pela poupança externa, esta última financiando muito mais o consumo que qualquer outra coisa. Quanto maior for essa taxa de substituição, menores serão as contribuições da poupança externa sobre os investimentos.

3 IMPACTO DA LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA SOBRE A AUTONOMIA DAS POLITICAS NACIONAIS

A partir dos anos de 1980 os países centrais e periféricos enfrentaram pressões para a liberalização dos sistemas financeiros domésticos e para a adesão ao princípio da livre mobilidade dos capitais, como parte do processo de globalização financeira. Contudo, essa pressão teve origens distintas nos dois grupos de países. Nos países centrais, surgiu da dinâmica concorrencial das instituições financeiras, como nos Estados Unidos, e/ou de uma ação pró-ativa dos governos, caso da França e do Japão. Já no caso dos países periféricos, a abertura externa dos sistemas financeiros – a qual diz respeito tanto à eliminação das barreiras ao ingresso de investimentos estrangeiros de portfólio quanto à entrada de instituições financeiras estrangeiras mediante a aquisição do controle acionário de instituições locais e/ou instalação de subsidiárias – iniciou-se nos anos 1980 e resultou da ação concertada dos organismos multilaterais, como o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial, que defendem que essa abertura contribuirá para fortalecer os sistemas financeiros domésticos, tornando-os menos sujeitos a crises, e para dinamizar e aprofundar os mercados financeiros, sobretudo o mercado de capitais, que à época permanecia bastante incipiente.

O presente capítulo estará dividido em duas partes, sendo a primeira reservada a mostrar o desenvolvimento normativo relativo a movimentações com moeda estrangeira no país, enfocando as mudanças institucionais no regime cambial brasileiro e, em particular, a evolução da desregulamentação da conta capital. O objetivo principal é organizar cronologicamente e consolidar as informações que permitam, de maneira sistematizada, identificar as medidas implementadas pelo governo, através das autoridades monetárias, em direção à maior liberalização da conta capital. Procura-se descrever a liberalização da conta capital na década de 1990 e entender o processo geral em curso, num contexto de mudança na forma de inserção internacional da economia brasileira. Na segunda seção iremos explorar aquela que julgamos ser a principal das conseqüências desse processo, ou seja, a perda de graus de liberdade no que tange a condução das políticas nacionais, notadamente a política monetária.

3.1 O MODELO DE INSERÇÃO: MEDIDAS QUE CARACTERIZARAM A LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA DA ECONOMIA BRASILEIRA⁷

A liberalização financeira da economia brasileira vem sendo implementada desde o final dos anos 1980, eliminando-se restrições, sobretudo a partir da década de 1990, quando, dentre outras mudanças, abriram-se novos canais de investimento estrangeiro de portfólio, adaptando-se gradualmente a legislação às mudanças internacionais com o retorno dos fluxos de capitais internacionais para os países emergentes. Verifica-se, no período, uma flexibilização da entrada de investidores estrangeiros no mercado financeiro brasileiro e a adequação do marco regulatório doméstico ao modelo contemporâneo de financiamento internacional, ancorado na emissão de *securities* (títulos de renda fixa e ações). Também há um nítido movimento de liberalização das possibilidades e condições de endividamento externo, dada a maior diversificação dos instrumentos de investimento de portfólio (*commercial papers*⁸, *bônus* e *notes*⁹), a ampliação das possibilidades de repasse interno, a regulamentação do lançamento de papéis em bolsas estrangeiras (*Depositary Receipts* –DRs), a permissão para a livre aplicação interna dos recursos captados (Resolução 2.683/99), resultando na liberalização significativa dos investimentos estrangeiros de portfólio no mercado doméstico e no mercado internacional de capitais (Freitas e Prates, 2001).

Estima-se que entre 1995 e 2002 foram editadas cerca de 100 medidas relacionadas à administração dos capitais de portfólio, sendo que 68% dessas medidas foram impostas no sentido de liberalizar os movimentos dos capitais de portfólio contra 32% de medidas de restrição ao fluxo de capitais.

⁷ A base normativa aqui abordada está disponível no sítio do BC na internet e pode ser diretamente ali consultadas. Outras fontes importantes de consultas foram: Freitas e Prates (2001); Van Der Laan (2007); Biancareli (2004) e Sicsú (2006).

⁸ O *commercial paper* é uma nota promissória não garantida, de curto prazo, emitida pelas empresas com uma data de vencimento e um valor de face definidos, que confere ao titular direito de crédito contra o emitente. Ou seja, é um título de dívida direta, que define uma obrigação entre o emissor e o portador do papel, pelo qual o emitente promete pagar ao investidor possuidor do título uma certa quantia fixa em uma data futura determinada [Andrezo e Lima (1999)].

⁹ *Bônus* e *notes* são títulos de dívida de longo prazo, emitidos por empresa financeira ou não-financeira, que rendem juros fixos ou flutuantes, além da correção cambial. Podem ser emitidos em qualquer moeda forte, mas a emissão em dólar é predominante. Na verdade, são uma espécie de nota promissória, sem garantias reais subjacentes, mas que podem ter garantia bancária. Utiliza-se o termo *bônus* ou *bond* para títulos com mais de dez anos de prazo e a denominação *notes* para prazos inferiores. Costuma-se também denominá-los *eurobônus* e *euronotes* [Andrezo e Lima (1999)]

Mercados	Número de Medidas		
	Liberalizantes	Restritivas	Total
Títulos Públicos Federais	9	3	12
Títulos Renda Fixa	10	3	13
Derivativos	4	2	6
Acionário	11	4	15
Cambial	11	2	14
Empréstimos e amortizações	25	15	40

Quadro1: Medidas por segmento de mercado de portfólio entre 1995-2002

Fonte: Banco Central do Brasil (2003) e Veríssimo (2004).

Em termos da composição dessas medidas entre os segmentos de mercado de portfólio, o quadro acima demonstra que as alterações da legislação sobre os fluxos de capitais foram direcionadas, principalmente, para estimular a contratação de empréstimos externos e amortizações, o mercado cambial, os mercados de títulos públicos e de títulos de renda fixa e o mercado acionário, sendo que, em todos os segmentos observados, as medidas liberalizantes foram predominantes. Observa-se que a legislação foi menos utilizada para estimular o fluxo de recursos externos para o mercado de derivativos, pois, em termos absolutos, somente 6 medidas foram endereçadas a este mercado.

Segundo Cunha e Lélis, é possível dividir o processo de liberalização financeira da economia brasileira em duas fases distintas: a primeira fase ocorre, principalmente, durante a primeira metade da década de 1990 e se caracteriza pelas mudanças básicas que determinaram a abertura de novos canais institucionais para a movimentação dos fluxos de capitais com o exterior. Já a segunda etapa se destaca pelo seu caráter complementar, nesta fase a maioria das medidas realizadas pelo Banco Central estão baseadas na consolidação e aprofundamento das mudanças anteriores, visando a redução de restrições operacionais, exigência burocráticas e custos de transação associados a entradas e saídas de investimentos externos, veiculados através de resoluções e circulares da autarquia. Assim, tratam-se de medidas que não alteram o marco legal existente.

Em relação ao primeiro eixo de abertura e, no que diz respeito à flexibilização da entrada de capital estrangeiro, o segmento mais aberto ao ingresso de investidores estrangeiros foi o mercado acionário, tendo como uma das principais medidas liberalizante a criação em 1991

do Anexo IV à Resolução n. 1.289/87, que passou a disciplinar a constituição e a administração de carteira de valores mobiliários mantida no país por investidores institucionais estrangeiros, tais como fundos de pensão, carteiras próprias de instituições financeiras, companhias seguradoras e fundos mútuos de investidores constituídos no exterior [Regulamento aprovado e incluído pela Resolução nº 1.832 (31.05.91)]. Ao contrário dos demais Anexos dessa resolução, o Anexo IV permite a entrada direta de investidores institucionais estrangeiros no mercado acionário doméstico (segmentos primário e secundário) sem que estejam sujeitos a critérios de composição, capital mínimo e período de permanência¹⁰. Configura-se, portanto, tal medida, num passo inicial e decisivo, ao permitir, de forma quase que irrestrita, a aplicação por parte de investidores estrangeiros no mercado brasileiro diretamente a partir de carteiras próprias.

No mesmo ano o Banco Central amplia ainda mais as possibilidades de aplicação no mercado local, ao permitir a aquisição por parte desses mesmos investidores estrangeiros de cotas de fundo que se diferenciavam em relação às modalidades até então permitidas, como os Fundos de Privatização-Capital Estrangeiro, instituídos em 1991. Logo em seguida amplia-se o leque de opções através dos Fundos de Renda Fixa-Capital Estrangeiro, criados em 1993 e dois fundos de investimento constituídos no país que foram abertos à participação estrangeira em 1996 (Fundos de investimentos em Empresas Emergentes e Fundos de Investimentos Imobiliários).

Nessa mesma perspectiva, outra importante inovação ocorreu a partir da Carta-Circular BCB 2.259, de 20/02/1992, expedida pelo Departamento de câmbio e o Departamento de Normas do Sistema Financeiro, ambos do Banco Central, em que criavam mais um subtítulo para a conta Depósitos de Domiciliados no Exterior (Contas CC5), denominado “Contas Livres de Instituições Financeiras no Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes”. Concebidas em 1969 pela Carta-Circular número 5 do BC, origem do nome, as CC5 são contas bancárias mantidas no Brasil por instituições financeiras não-residentes, em moeda nacional, a serviço de pessoas físicas e empresas não-residentes no país. Antigamente, só podia ser convertida em moeda estrangeira e remetida ao exterior a parcela do saldo dessas contas que fosse resultado de

¹⁰ Ao contrário dos anexos anteriores (anexos I a III), que permitiam que os recursos de investidores estrangeiros entrassem no país através de sociedades de investimento, fundos de investimentos, carteira diversificada de ações, carteiras de títulos, o anexo IV possibilitou a entrada direta dos investidores institucionais estrangeiros no mercado acionário doméstico, sem requerimentos de capital mínimo inicial e prazo de permanência. Além disso, permitiu aplicações em valores mobiliários em fundos de aplicação financeira, sem tributar os rendimentos e os ganhos de capital obtidos (CINTRA; PRATES, 2005).

operação anterior e inversa de câmbio, ressalvados juros e dividendos. Ou seja, só poderiam deixar o país pelo canal das CC5 recursos que tivessem origem no próprio exterior, assim, para o capital estrangeiro, nunca poderia haver uma remessa que não fosse correspondente a ingressos prévios, excetuando-se juros, lucros e dividendos. Com a nova regra toda a moeda nacional depositada em conta CC5 pode ser objeto de operação cambial e remessa ao exterior, independente de sua origem e valor. A única dificuldade é que as aplicações através da CC5 incorriam num maior risco cambial – já que as cotações dos mercados comercial e fluante não eram unificadas – e recebiam o mesmo tratamento fiscal concedido no país.. Com isso a referida conta passou a constituir um importante canal de entrada e remessa de divisas ao exterior, alimentando por um lado os movimentos pró-cíclicos dos mercados e, por outro lado dificultando a ação anti-cíclica do governo nos momentos de instabilidade no mercado financeiro.

Conforme ressalta Laan (2007), é interessante notar que embora permaneça em vigor a legislação básica da Lei da Remessa de Lucros, a qual permitiria que saíssem do país apenas capitais e suas remunerações que tivessem entrado previamente, passou-se a adotar um entendimento mais flexível desse arcabouço para eliminar controles, quando também se permitiu a brasileiros remeter dólares, independentemente de ingresso anterior, criando-se, no início da década de 1990, um ambiente de maior liberdade cambial.¹¹

Além da nova configuração das “CC5” a partir de 1992, outra medida que possibilitava que a poupança nacional fosse disponibilizada além das fronteiras do país foram os Fundos de Investimento no Exterior (FIEEX), criado pela Resolução CMN nº 2.111/94, a qual permitia a aplicação de residentes em fundos de investimentos no exterior. Tal medida, embora limitasse a competição entre ativos financeiros no exterior e as aplicações denominadas em moeda nacional, uma vez que tais fundos tinham até 80% de seus ativos compostos de títulos da dívida pública externa, abriu espaço para evasão da poupança nacional, reforçando ainda mais a tendência liberalizante que vinha sendo adotada para economia brasileira.

¹¹ Resolução BC 3.222, de 29.7.2004, que regulamenta as contas em moeda estrangeira no país. Na retórica oficial do BC, as contas CC5 não estavam sujeitas às restrições da lei de remessa de lucros porque nelas não eram feitas remessas de dólares – e sim *transferências internacionais* de reais (*sic*). Assim, brasileiros depositavam reais nas contas CC5, que em seguida eram convertidos em dólares e remetidos – o que é mantido até a edição do RMCCI em março de 2005, quando as remessas passaram a ser feitas, em dólares, diretamente no mercado de câmbio, também independentemente de ingresso anterior.

Ainda com relação às *outward transactions*¹², outras medidas foram sendo tomadas para permitir legalmente a saída de capitais brasileiros para o exterior. Com a criação do Mercado de Cambio de Taxas Flutuantes (MCTF), permitiu-se o investimento no exterior de pessoas jurídicas não-financeiras, primeiro com um teto livre de US\$ 1 milhão até 2001, alcançando um limite de US\$ 5 milhões para transferências a esse título sem necessidade de autorização prévia pelo BC até 14.3.2005 (Consolidação das Normas Cambiais – CNC 2.7.1.1). A partir da circular BC 3.280/05 acabaram tais limitações, estando os investimentos no exterior liberado para as pessoas jurídicas não-financeiras.

Seguindo o mesmo sentido das medidas liberalizantes, agora no que diz respeito à emissão de títulos no exterior, duas medidas importantes valem ser ressaltadas. O governo, que desde a década de 1980 já possibilitava o endividamento externo das empresas via eurobônus¹³ e euronotas, passou a autorizar a emissão de novos títulos de dívida direta – *Comercial Papers*, *Export Securities*, títulos e debêntures conversíveis em ações pelas dependências externas dos bancos – e de Recebido de Depósitos ou *Depositary Receipt (DR)* - que constituem um certificado representativo de ações de empresas estrangeiras emitidos e negociados nos mercados de capitais dos Estados Unidos (ADR) ou em diferentes mercados simultaneamente (GDR).

Da mesma forma, já em 1991 o governo passa a permitir a emissão de títulos pelos bancos nos termos e nos fins previstos pela resolução n. 63 de 1967.¹⁴ As modalidades de repasse desses recursos também foram ampliadas. Além dos empréstimos para a indústria, comércio e serviços foram autorizados crédito com *funding* externo para os setores imobiliário e rural (em 1995) e para empresas exportadoras (em 1996). Essas medidas de desburocratização da emissão de títulos no exterior, demandada há muito tempo pelas instituições financeiras, sob

¹² Diz das operações no mercado financeiro que se caracterizam pela possibilidade da saída de capitais de residentes e pelo endividamento de não-residentes no mercado financeiro doméstico. O oposto é chamado de *inward transactions*, que são operações caracterizadas pela entrada de não residentes no mercado financeiro doméstico e captação de recursos externos pelos residentes.

¹³ Títulos Longo prazo (superior a dois anos), privados ou públicos, que em geral prevê o pagamento de parcelas periódicas de juros e o reembolso do principal apenas no vencimento do título. Tais títulos são emitidos com valor expresso em uma determinada moeda e vendidos em outro país que não o da moeda utilizada. Por meio destes papéis é possível que empresas e governos captem recursos de médio e longo prazos no chamado euromercado, nome usado para designar o dinheiro mantido em depósitos em moedas nacionais fora de seus países de origem (por exemplo, dólares mantidos em depósitos britânicos ou japoneses). O nome Eurobônus não significa que os títulos são lançados necessariamente na Europa, embora esse seja o caso mais comum.

¹⁴ A Resolução 63 foi a norma pioneira que permitiu aos bancos de investimento e de desenvolvimento privado contratar diretamente empréstimos externos para repasse a empresas no país, estabelecendo assim uma ponte entre o sistema financeiro doméstico e o internacional.

alegação de que os procedimentos do Banco Central precisavam ser adaptados à nova realidade do mercado não surtiu, sobre a ampliação da oferta de crédito, o efeito desejado:

Com a nova institucionalidade, o prazo de fechamento das operações foi reduzido, as alterações no cronograma de pagamento não estão mais sujeitas à autorização do Bacen e os bancos podem aplicar livremente os recursos captados no mercado doméstico. Contudo, essas medidas não se refletiram no aumento do repasses desses recursos para os tomadores domésticos... (FREITAS; PRATES, 2001, p. 86).

Assim, a captação de um volume expressivo de recursos externos, que atingiu em 1998 US\$ 10,7 bilhões, patamar máximo durante a década de 90, não se refletiu numa mudança substancial na composição do *funding* do sistema bancário doméstico. Somente as obrigações externas de curto prazo tiveram uma participação mais expressiva no passivo dos bancos. O endividamento externo dos bancos foi estimulado pelas possibilidades de arbitragem de juros e se direcionou, em grande parte, para aplicações em títulos públicos, principalmente em papéis indexados à variação cambial. Sua contribuição para o financiamento do investimento das empresas de pequeno e médio porte, que dependem do crédito bancário interno, foi marginal. Já as empresas de grande porte, que têm acesso ao mercado internacional de capitais, optaram por emitir seus próprios títulos no exterior, diante dos menores custos envolvidos.

Em 26 de janeiro de 2000, com a edição da resolução n. 2.689 o Bacen extinguiu as diferentes modalidades de aplicação mediante o mercado de cambio comercial (com exceção do anexo III¹⁵) e instituiu uma nova modalidade de investimento no mercado financeiro, pela qual os investidores não residentes tem acesso às mesmas aplicações disponíveis aos investidores residentes.

Meses depois, em 30 de agosto desse mesmo ano, o Conselho Monetário Nacional (CMN), através da resolução n. 2.270, revogou 237 normativos que disciplinavam as operações de emissão de títulos de renda fixa no exterior. Foram eliminadas as exigências de autorização prévia do Bacen para qualquer tipo de captação de recursos – assim, o regime passou de autorizativo para declaratório – e o direcionamento compulsório dos repasses de recursos

¹⁵ O anexo III regulamenta os investidores estrangeiros de portfólio em fundos fechados, negociados em bolsas de valores estrangeiras.

externos pelos bancos. A única restrição mantida foi a cobrança de IOF de 5% sobre as operações com prazo inferior a 90 dias.

Logo, Freitas e Prates (2001) concluem que, na gestão de Armínio Fraga Neto, então presidente do Bacen, o processo de liberalização dos fluxos de capitais, iniciado no governo Collor, foi finalizado e deixou o mercado financeiro brasileiro totalmente aberto à entrada de investidores estrangeiros.

É verdade que em outros campos do processo de liberalização financeira o país se portou de forma mais cautelosa, preservando-nos de uma vulnerabilidade ainda maior. É o caso, por exemplo, da posse e utilização de moeda estrangeira no país nas relações entre seus residentes, assunto tão polêmico quanto o grau de abertura da conta capital. Esse aspecto estaria mais perto do conceito clássico e mais difundido de conversibilidade de uma moeda, dado o fato de sua circulação simultânea com outras moedas caracterizar uma opção para os agentes manterem sua riqueza em forma de valor.

De forma geral, a liberalização financeira no Brasil no período recente direcionou-se mais às transações externas, avançando pouco neste campo, até em comparação com a experiência de outros países da região, como o México, que permitiu depósitos em moeda estrangeira no seu sistema financeiro, e o contra-exemplo argentino, que constituiu o caso extremo de livre curso do dólar nas transações internas (LAAN, 2007, p. 52).

De qualquer forma, em março de 1990, com as modificações introduzidas no Mercado de Câmbio de Taxas Livres (MCTL), em direção à maior liberalização do regime cambial, quando o BC autorizou as instituições financeiras a manter posição comprada ilimitada em moeda estrangeira [Oliveira (2003)], ampliou-se substancialmente o grau de conversibilidade da moeda nacional e consolidou-se uma prática, antes ilegal, de retenção de moeda estrangeira como ativo de reserva.

Mais recentemente, no intuito de ampliar a atratividade dos setores de energia, petróleo e gás em processos de privatização e facilitar os investimentos externos, permitiu-se a empresas desses setores manter depósitos em moeda estrangeira no país. Assim, com relação ao curso de moeda estrangeira no país, a Resolução BC 2.644/99 permitiu a abertura e a movimentação de contas em moeda estrangeira, no país, às empresas encarregadas de projetos de petróleo, gás e energia, constituindo a chamada “Conta 2.644”, a Conforme salienta Van Der Laan

(2007), ainda que tenha sido uma medida voltada para um setor econômico específico, não deixa de configurar uma flexibilização importante dos dispositivos do Decreto-Lei 857/69, interpretados hoje como normas que restringem o uso da indexação cambial – textualmente, “práticas que restrinjam ou recusem o curso da moeda nacional”.

Mas, para os agentes em geral, a grande alteração referente à conversibilidade foi a ampliação das opções de ativos indexados ao dólar, sobretudo a possibilidade de indexação dos títulos da dívida pública. No mais, contratos, títulos e outros documentos ou qualquer obrigação executável no Brasil denominada em moeda estrangeira são nulos e sem conteúdo jurídico. Ou seja, ainda que haja exceções regulamentadas especificamente pelo BC, a regra geral continua sendo a de que não há livre movimentação de moeda estrangeira no país.

A nova configuração da legislação relativa às movimentações com moeda estrangeira no país, decorrente das alterações normativas que se sucederam, todas construídas independentemente entre si, cada qual tratando de um aspecto específico da regulamentação cambial, foram por fim consolidadas, em março de 2005, através da edição da Circular BC 3.280 (16/03/05), no novo Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI).

Com a instituição do RMCCI, o país experimenta seu mais avançado passo em direção à livre movimentação de capitais. Formalmente, o mercado de câmbio deixou de ser dividido em dois segmentos (livre e flutuante) e passou a ser único, no qual são celebrados todos os tipos de operações por taxas cambiais livremente pactuadas entre as partes, independentemente de sua natureza. Tal medida marcou o fim de uma era em que o país conviveu com várias taxas oficiais de câmbio dentro de engenharias cambiais implementadas para gerenciamento das operações externas do país, além de deixar em aberto e sinalizar que a regulamentação cambial está sempre em evolução, particularmente no sentido da maior liberdade cambial (LAAN, 2007, p. 54).

Na nova regulamentação do RMCCI quaisquer pagamentos ou recebimentos em moeda estrangeira podem ser realizados no mercado de câmbio, inclusive as transferências para fins de constituição de disponibilidades no exterior e seu retorno ao país e aplicações no mercado financeiro. Dessa forma, pessoas físicas e jurídicas podem comprar e vender moeda estrangeira, de qualquer natureza, sem limitação de valor, via celebração de contrato de câmbio com os agentes autorizados, mesmo para aquelas operações que só podiam ser feitas

via CC5. Aliás, as transferências internacionais realizadas por meio das contas de não-residentes (CC5), não podem mais ser efetuadas no interesse de terceiros, conforme prerrogativas da Carta-Circular BCB 2.259/92. Atualmente, somente recursos próprios de não-residente depositados nessas contas podem ser livremente convertidos em moeda estrangeira para remessa ao exterior.

Outra novidade trazida pelo RMCCI diz respeito a cobertura cambial das exportações brasileiras, instituído pelo Decreto 23.258/33, pelo qual os exportadores são obrigados a internalizar os recursos recebidos com o pagamento das exportações, que com na nova sistemática teve seu prazo dilatado, passando a permitir a internalização dos recursos advindos da exportação em até 210 dias contados do recebimento da moeda estrangeira, além de desvincular do prazo de internalização a data do efetivo recebimento do pagamento.¹⁶

Segundo Sicsú (2006), a unificação dos mercados cambiais e a liberdade de transferir recursos via celebração de contrato de cambio, não provocaram qualquer efeito significativo, uma vez que alteraram apenas o funcionamento burocrático da situação atual de liberalização financeira da economia brasileira, sem contudo, acelerá-lo de forma substancial, pois representam mais alterações de forma do que de conteúdo. São medidas adotadas com o objetivo de consolidar a posição já conquistada de liberalização financeira avançada da economia brasileira.

Por outro lado, ressalta que a flexibilização da cobertura cambial nas exportações deve preocupar, pois mantém aberta a possibilidade de novo alongamento do prazo, ou até mesmo o fim dessa exigência, até porque, para efeito de administração cambial, uma cobertura cambial com prazo muito longo é o mesmo que o fim da cobertura cambial.^{17 18} Trata-se aqui de uma medida instabilizadora, uma vez que a entrada de dólares no país resultante do saldo comercial que é uma variável bastante previsível e estável torna-se um fluxo movido por

¹⁶ Anteriormente o prazo era de 20 dias após o recebimento do pagamento, não podendo exceder 180 dias da data da realização da exportação.

¹⁷ Através da Medida Provisória nº 315, de 3 de agosto de 2006 (posteriormente convertida na Lei nº 11.371, de 28 de novembro de 2006), a legislação brasileira flexibilizou ainda mais a exigência de cobertura cambial nas exportações, passando a permitir que o exportador de bens e serviços mantivesse no exterior até 30% do valor recebido. Vale dizer, para os 70% restantes continuava sendo obrigatório o ingresso dos recursos no país.

¹⁸ Em 2008 o Governo Federal, em reunião extraordinária do Conselho Monetário Nacional, optou pelo fim da cobertura cambial nas exportações, passando a permitir que os exportadores brasileiros mantenham no exterior até 100% dos recursos advindos das suas exportações. Tal matéria foi regulamentada pela Resolução CMN nº 3.548 de 12 de março de 2008.

cálculos especulativos, ou seja, exportadores tenderão a especializar-se na atividade especulativa, a fim de calcular o momento ótimo para internalização de seus dólares – em momento críticos empresários tenderão a adiar a entrada, esperando uma maior desvalorização, ou nem mesmo internalizá-los. Assim os fluxos comerciais de entrada tendem a ficar assemelhados aos fluxos financeiros internacionais, com movimentos mais imprevisíveis, transformando-se, então, em mais uma variável capaz de desestabilizar o ambiente macroeconômico. Os fluxos comerciais passaram a ser internalizados de acordo com as mesmas variáveis que influenciam a entrada de capitais financeiros no país: diferencial de taxa de juros internos e externos, expectativa cambial e “risco país”.

A seguir tem-se o quadro com o histórico das principais modificações em torno do marco regulatório do mercado de cambio nacional desde a década de noventa até o ano de 2005.

Normativo	Ementa
Resolução 1.289/87*	Cria os Anexos I, II e III e permite modalidades de investimento estrangeiro no Brasil em títulos e valores mobiliários, desencadeando o ingresso de capitais estrangeiros
Resolução 1.552/88*	Cria o MCTF, amplia o acesso dos agentes à moeda estrangeira e legaliza operações antes cursadas à margem do mercado oficial
Resolução 1.832/91	Aprova o Anexo IV à Resolução 1.289/87, permitindo a entrada direta de investidores institucionais estrangeiros no mercado acionário doméstico
Resolução 1.927/92	Aprova o Anexo V à Resolução 1.289/87, permitindo o investimento de capitais estrangeiros por meio do mecanismo de DRs
Resolução 1.946/92	Altera sistemática das “contas CC5”, permitindo o livre fluxo de capitais e a remessa de recursos ao exterior por residentes
Resolução 2.028/93	Cria os fundos de renda fixa – capital estrangeiro (“Anexo VI”)
Resolução 2.111/94	Possibilita aplicação de residentes no exterior via Fiex
Resolução 2.148/95	Amplia para o setor agropecuário as possibilidades de repasse de <i>funding</i> externo – “63 caipira
Resolução 2.170/95	Amplia as modalidades de repasse de recursos externos para o setor imobiliário

Resolução 2.312/96	Amplia às empresas exportadoras o <i>funding</i> externo
Resolução 2.683/99	Permite às IFs captar recursos no exterior para livre aplicação no mercado doméstico
Resolução 2.689/00	Libera aos investidores estrangeiros todos os instrumentos e modalidades operacionais, dos mercados financeiros e de capitais, disponíveis no país
Resolução 2.770/00	Consolida mudanças relativas à emissão de títulos no exterior, abolindo exigências prévias de autorização e direcionamento de recursos externos
Circular 3.027 (22.2.2001)	Institui e regulamenta o Registro Declaratório Eletrônico (RDE) de empréstimos entre residentes no país e residentes ou domiciliados no exterior e de captação de recursos no exterior com vínculo a exportações
Circular 3.037 (1.6.2001)	Permite modalidade e transferência de investimento brasileiro no exterior (consolidada na Circular 3.280/05)
Decisão-Cj 9 (20.7.2001)	Autoriza as DTVMs a intermediar operações no MCTL
Circular 3.075 (7.1.2002)	Estabelece procedimento para pagamento em moeda estrangeira efetuado por residente no exterior a residente no país em decorrência de venda de produtos com entrega no território brasileiro (permite pagamento em moeda estrangeira em situações além das previstas na Lei 9.826, art. 6o, consolidada na Circular 3.280/05)
Decreto 4.296 (10.7.2002)	Disciplina a não-incidência da CPMF sobre operações com ações de investidores estrangeiros, relativas a entradas no país e a remessas para o exterior de recursos financeiros empregados em operações e contratos negociados em bolsas de valores, mercadorias e futuros ou mercado de balcão organizado
Circular 3.187 (16.4.2003)	Permite remessas de capital ao exterior através da Transferência Eletrônica Disponível
Lei 10.755 (3.11.2003)	Estabelece multa sobre pagamentos de operações de importação e dá outras providências (dá mais autonomia ao agente, reduzindo penalidades)
Resolução 3.203 (18.6.2004)	Dispõe sobre abertura, manutenção e movimentação de contas de depósitos à vista para pessoas físicas brasileira que se encontrem temporariamente no exterior
Resolução 3.217 (1.7.2004)	Permite a liquidação antecipada de obrigações relativas a operações de crédito externo, arrendamento mercantil e de importações de curto prazo
Circular 3.249 (2.8.2004)	Simplifica, adequa e atualiza a regulamentação cambial

	com relação a pagamentos de serviços de transporte internacional
Resolução 3.250 (16.12.2004)	Autoriza investimentos brasileiros no exterior mediante realização de conferência internacional de ações, por meio de dação ou permuta de participação societária detida por pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no Brasil, decorrente de venda de controle acionário de empresa brasileira
Circular 3.280 (16.3.2005)	Divulga o Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI) e extingue a CNC

Quadro 2: Principais medidas liberalizantes no período de 1990-2005

Fonte: Banco Central; Laan (2007); Freitas e Prates (2001).

* Embora sejam medidas que antecedem a 1990, são marcos importantes para o entendimento das mudanças posteriores, daí sua inclusão nesse quadro.

3.2 “A DITADURA DOS MERCADOS”

A partir da década de 1990 tornou-se evidente o peso e a influência exercida pelos ativos financeiros na economia mundial. Segundo estimava do Banco de Compensações Internacionais (BIS), o valor da massa de ativos financeiros transacionáveis nos mercados de capitais de todo mundo saltou de cerca de US\$ 5 trilhões no início dos anos de 1980 para US\$ 35 trilhões em 1995, um crescimento médio de 15% ao ano. É notório também que os mercados financeiros se tornaram muito mais integrados no âmbito global que os mercados de bens, chegando inclusive a dominar as decisões da esfera produtiva. Esse crescente predomínio dos assuntos financeiros decorrente do processo de globalização gerou muitos conflitos, entre eles tratamos aqui daquele entre os mercados financeiros e os governos nacionais, sobretudo os das economias em desenvolvimento.

Em meio ao debate teórico sobre os impactos da globalização financeira, há um ponto em que tanto os defensores da liberalização quanto seus opositores concordam – o de que a maior participação de uma economia num mercado financeiro globalizado reduz drasticamente a autonomia das políticas nacionais (KREGEL, 1996). Conforme vimos no segundo capítulo, quando tratamos do debate teórico em torno da “questão dos mercados”, para os defensores da liberalização tal restrição é encarada como um dos benefícios decorrentes desse processo, na medida em que limita a ação estatal na economia, caracterizada por eles como - “elemento perturbador do ótimo funcionamento do sistema” – mitigando dessa forma o risco de políticas econômicas indesejáveis. A autonomia da política doméstica seria reduzida porque os

detentores de riqueza poderiam opor-se a qualquer medida governamental, simplesmente transferindo seu capital para outro lugar. Obviamente que a outra parcela dos teóricos, aqueles céticos com o processo de globalização financeira, encara essa perda de autonomia como algo negativo, na medida em que expõe a economia nacional às vicissitudes dos mercados, agora muito mais instáveis com a integração financeira internacional.

Enquanto os governos nacionais tiveram diminuída sua capacidade de estabelecer objetivos para suas políticas, as influências externas aumentaram consideravelmente. Políticas monetárias nacionais têm conseqüências internacionais imediatas. Que as políticas das economias industriais maiores podem ocasionar conseqüências internacionais é evidente, mas é preciso lembrar que o mesmo se aplica aos países menores.¹⁹ ... A maior integração dos mercados financeiros aumentou o grau de interdependência – e conseqüentemente o risco de incompatibilidade – entre as políticas monetárias e financeiras adotadas por diferentes países. Isso ocasionou uma crescente instabilidade financeira, que afetou as metas de políticas nacionais (KREGEL, 1996, p. 52).

Em outras palavras, é possível afirmar que defensores e críticos dos controles de capital concordam em um ponto decisivo: controles de capitais dão autonomia à decisão de política local. O que os opõe é a visão quanto ao impacto desse resultado.

O processo de liberalização dos fluxos de capital estreitou admiravelmente a conexão entre os mercados (monetário, cambial e de títulos) e os bancos centrais, de forma que as oscilações nas taxas de juros de longo prazo e nas taxas de câmbio, decorrentes de modificações nas expectativas dos agentes quanto à vulnerabilidade externa das economias, torna a política econômica de uma nação altamente dependente da dinâmica financeira dos capitais internacionais e das políticas econômicas das outras nações, principalmente das economias centrais. Com isso, a maior integração entre os mercados financeiros faz com que as políticas de juros tenham que responder prontamente às alterações nas taxas de juros de longo prazo e, principalmente, nas taxas de câmbio.

Se outrora os movimentos de capitais regulavam os desequilíbrios no balanço de pagamentos dos países, a liberalização dos mercados financeiros proporcionou ao movimento de capitais

¹⁹ Como exemplo das influências externas tanto dos países centrais Kregel relata o aumento das taxas de juros americana no início de 1994 que ocasionou um colapso mundial nos preços dos títulos, gerando perdas que excederam a quebra da bolsa em 1987. Já no caso da influência exercida pelos países em desenvolvimento, mostra como exemplo a política monetária mexicana que levou à desvalorização do peso mexicano também em 1994, a qual teve impacto sobre todos os mercados emergentes de ações.

internacionais a possibilidade, ou mesmo a necessidade, de circularem entre os países, independentemente dos seus motivos originais. Esse movimento especulativo faz com que a entrada ou saída de capitais externos dependa do diferencial entre as taxas de juros domésticas e as internacionais, da variação esperada nos preços dos ativos financeiros e da valorização ou desvalorização esperada das moedas. O que ocorre é que a própria movimentação de capitais, frente a alterações nas expectativas de ganhos de curto prazo (ligados ao risco e incerteza das operações), tende a gerar flutuações extremas nas próprias taxas de câmbio e/ou nos preços dos ativos financeiros. Assim, aquilo que era esperado que ocorresse, termina se verificando pelas próprias transações movidas pelas modificações de expectativas. Ou seja, a movimentação de capitais passa da condição anterior de regulador dos desequilíbrios das contas externas dos países, para a posição de perturbador da ordem econômica, gerando desequilíbrios no sistema econômico nacional e internacional. A circulação dos capitais ganha um caráter predominantemente especulativo e as políticas nacionais perdem autonomia, na medida em que a circulação de capitais depende dos ganhos de curto prazo e, em consequência, coloca limites no manejo das taxas de juros domésticas, gerando flutuações extremas nas taxas de câmbio e nos preços dos ativos financeiros.

Por outro lado, conforme ressalta Kregel (1996), embora não haja dúvidas de que uma maior integração ao mercado financeiro internacional reduza decisivamente a autonomia das políticas nacionais, a perda de soberania não se deve totalmente ao impacto da globalização em si, deve-se também à aceitação de um tipo particular de inserção, muitas vezes, como no caso do Brasil, servindo de base para um plano de estabilização econômica (Plano Real), fundado na liberalização dos mercados, seja pelo estabelecimento de metas monetárias, o que eleva a volatilidade nos mercados monetários e cambial, seja pelo estabelecimento de câmbios (quase) fixos, que engessam a política monetária e restringem a política fiscal.

No caso da adoção de um regime de câmbio fixo – em especial, em um regime extremo de *currency board*²⁰ – não há espaço para políticas monetárias autônomas ou políticas fiscais expansionistas, já que a emissão de moeda doméstica deve ser 100% coberta por reservas internacionais. A defesa da taxa de câmbio em um regime dessa natureza requer que a política monetária seja devotada unicamente à manutenção da taxa de câmbio, não podendo ser usada para alcançar objetivos

²⁰ No *currency board* a taxa de câmbio é fixada pela autoridade monetária que está obrigada por lei a manter um volume de reservas internacionais igual ao valor da base monetária, e a emissão de moeda está atrelada às variações nas reservas internacionais.

relacionados a emprego, por exemplo (PAULA; OREIRO, 2003, p. 67 e 68).

Nesses casos, a liberalização financeira em conjunto com políticas de estabilização com âncora cambial, resultou em sobrevalorizações do câmbio real, dificultando as exportações e encorajando o consumo por meio das importações que, por sua vez, redundaram em recorrentes déficits em transações correntes, provocando problemas de credibilidade e liquidez. Estes só poderiam ser enfrentados pelo aumento da atratividade para os capitais externos, mediante a elevação das taxas de juros domésticas, o que, em um segundo momento, aumenta o endividamento e agrava os problemas de vulnerabilidade externa. Além da elevação da taxa de juros e seu provável estímulo ao ingresso de capitais adicionais, o problema do endividamento ainda poderá ser agravado quando o Banco Central, para defender a paridade do câmbio, adquirir ativos estrangeiros, o que acarretará o aumento da base monetária, a qual, considerando as metas de oferta monetária que geralmente acompanham esses programas de estabilização, deverá ser esterilizada. Isso implicaria em comprar ativos estrangeiros cujo retorno é normalmente bem inferior às taxas que devem ser pagas sobre os ativos domésticos emitidos para esterilização, fato que reforçaria a deterioração das contas públicas. Posto isso, a perda de autonomia da política monetária impossibilita que a mesma seja usada para contra-restar os efeitos de choques exógenos sobre a economia doméstica.

Mas cabe ressaltar que a perda de autonomia das políticas econômicas nacionais, notadamente a política monetária, não é uma particularidade de um contexto em que vigore o regime de câmbio fixo, mesmo sob um regime de câmbio flexível, uma série de dificuldades são postas ao manejo das políticas macroeconômicas dos países, principalmente aqueles emergentes, isso ocorre porque a instabilidade do movimento de capitais gera uma volatilidade excessiva da taxa de câmbio, importante indicador econômico, causando importantes desequilíbrios sobre a economia doméstica. Assim a taxa de câmbio, que é um dos preços básicos que norteiam as expectativas empresariais, ao variar excessivamente tenderia a aumentar a incerteza dos tomadores de decisão, arrefecendo o ímpeto dos empresários em investir. Por isso, acreditamos que o essencial não está no tipo de regime cambial adotado, se fixo ou flutuante. Aliás, esse debate só ofusca o problema fundamental, a saber: a excessiva liberdade dada do capital financeiro internacional.

Supor o contrário seria acreditar que o câmbio flutuante seja um substituto perfeito do controle de capitais, o que consisti incorrer num grave erro. Regimes cambiais de taxas flutuantes não impedem por si mesmos, a ocorrência de episódios em que essas taxas podem alcançar níveis excessivamente altos, como mostrou o caso brasileiro em 2002²¹.

O livre movimento de capitais, assim, mesmo que eventualmente revertido em função de variações na taxa de câmbio, gera, como subproduto do próprio processo de ajuste, desequilíbrios potencialmente significativos. A livre movimentação de capitais aumenta a volatilidade cambial em um sistema de câmbio flutuante. Em consequência, o custo de capital tende a subir com a volatilidade, tornando o câmbio flutuante uma alternativa inferior aos controles de capitais, cujo papel, deve-se ter em mente, não é eliminar a possibilidade de ajustes cambiais justificáveis por variações nas condições de operação da economia, mas eliminar precisamente os mecanismos que dão origem àquela volatilidade (CARVALHO; SICSÛ, 2004, p. 178).

Embora não esteja no escopo desse trabalho discutir o aspecto qualitativo das mais diversas formas que os capitais tomam, faremos aqui um breve comentário, a fim de reforçar que diante de tão poucos benefícios ofertados por esses capitais, a nossa visão cética diante do processo de globalização financeira é extremamente plausível. Por traz da montagem desses planos de estabilização altamente dependente do capital financeiro internacional está a crença de que os problemas dos desequilíbrios no balanço de pagamentos, sobretudo dos países periféricos, tendem a ser resolvidos com a captação de poupança externa, negligenciando, em grande medida, o caráter endógeno e deletério desse fluxo de capital. Assim as transferências unilaterais (subvenções ou doações), por exemplo, constituem a melhor forma de ajuda externa do ponto de vista econômico, mas geralmente trazem consigo ingerência política, o que por definição é uma limitação na autonomia de política nacional.

Já os empréstimos de curto e longo prazo, estes últimos vistos como de melhor qualidade, envolvem custos do serviço da dívida, que dependem do período de carência, prazo de pagamento e das taxas de juros, os quais, em países com problemas de vulnerabilidade externa e credibilidade, geralmente são pactuados com menores prazos e com maiores taxas de juros, voltando em algum momento a pressionar o balanço de pagamentos. Não obstante, com o desenvolvimento da engenharia financeira e seus diversos produtos (derivativos, mercados secundários, etc.), tornou-se extremamente sensível a fronteira entre os dois tipos de capital (curto prazo e longo prazo). Outro aspecto importante é que nesses contratos prevalece

²¹ Trataremos dos casos relativos à experiência brasileira no próximo capítulo.

o pagamento em moeda forte (convertível, geralmente o dólar), que depende do desempenho comercial do país em questão, condição que, em situações de sobrevalorização cambial, compromete sobremaneira a capacidade de pagamento.

Comumente o investimento direto estrangeiro (IDE) é apresentado como o melhor tipo de capital externo, não só porque se trata de investimento de longo prazo, mas também porque implicaria em acréscimo de capacidade produtiva das economias. Apesar do discurso oficial, constata-se que as privatizações estão incluídas nesses planos de estabilização, logo parte dos investimentos diretos estrangeiros são feitos geralmente para aquisição de estatais, bem como em processos de fusões e aquisições, portanto, a princípio, sem nenhum acréscimo adicional de capital.

Mas mesmo se o IDE fosse redefinido no sentido de incluir apenas investimentos em tijolos e argamassa, de natureza supostamente permanente, isso significaria que ele teria um impacto diferente no gerenciamento de taxas de câmbio e fluxos de capitais? Acho que a resposta para isso é não. E isso também está relacionado à globalização financeira (KREGEL, 1996, p. 39).

Isso porque as inovações financeiras – principalmente mecanismos de *hedging*²² – contribuíram para eliminar o caráter permanente do investimento, bem como se o mesmo é de longo prazo ou não, além disso, apesar do IDE não se traduzir em fluxos (saídas) de juros, é aplicado na expectativa de obtenção de lucros e, principalmente, na possibilidade de sua repatriação.

Portanto, a exaltação do capital externo como a solução para os problemas do financiamento externo omite o fato de que esse capital costuma transferir esses problemas para o futuro, em proporções ainda maiores.

Assim, o que se observa é que, de uma forma geral, a liberalização financeira abreviou drasticamente o campo de ação no que tange à condução das políticas domésticas. Mesmo quando não objetivem fixar suas taxas de câmbio, os bancos centrais não permanecem donos de seus próprios mercados monetários, pois mesmo sob regimes de taxas de câmbio flutuantes, a liberalização do movimento de capitais restringe significativamente a ação estatal

²² atividades que tem por objetivo econômico principal propiciar a redução, ou até mesmo a eliminação, de riscos de mercado, existindo várias situações em que se pode praticar o *hedging*.

em pró das políticas internas, uma vez que a por conta da livre movimentação dos capitais a volatilidade do câmbio termina exacerbando. Uma forma de controlar essa volatilidade é através do manejo do diferencial entre as taxas de juros domésticas e as internacionais. Contudo, altas taxas de juros domésticas podem reforçar a especulação ao invés de combatê-la, uma vez que os desequilíbrios internos decorrentes (crescimento do desemprego, queda do crescimento e super-endividamento público) podem levar à fuga de capitais.

Em suma, o que se observa é que a autonomia de políticas nacionais depende da escolha do regime cambial implementado em um contexto de internacionalização financeira, porém, está muito mais ligada ao grau de abertura externa desejado e adotado pelas nações.

4 ENGESSAMENTO DA POLÍTICA MONETÁRIA: A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA

O presente capítulo tem como objetivo verificar se as dificuldades decorrentes da liberalização dos mercados financeiros sobre a autonomia das políticas nacionais, sinalizadas pelos pós-keynesianos como um dos impactos negativo desse processo, se aplicam à experiência brasileira, a partir da implantação do plano de estabilização econômica em meados da década de 1990. Focaremos nossa análise na condução da política monetária, desde a implantação do Plano Real até o final do segundo mandato do ex-presidente Fernando Henrique Cardoso (FHC), tomando como base um dos principais preços da macroeconomia, a saber: a taxa de juros²³.

O capítulo será dividido em duas partes, na primeira seção faremos uma breve apresentação do Plano Real, mostrando qual a estratégia subjacente a esse plano de estabilização, sobretudo, do ponto de vista da sua relação com o capital financeiro internacional. Finalmente, apresentaremos a seção intitulada “sobrecarga da taxa de juros”, quando analisaremos a forma como a taxa de juros foi manipulada durante o período analisado para atingir os objetivos, ou melhor, no caso do Brasil, o único objetivo visado pela autoridade monetária. Aqui dividiremos a análise em dois períodos distintos: O primeiro marcado pela implantação do Real enquanto moeda oficial, até a crise cambial de 1999, quando cai o regime de câmbio fixo; já o segundo período se inicia com a flutuação cambial e estende até o final do segundo governo FHC.

4.1 A LÓGICA DO PLANO REAL

O Plano Real foi implementado em 1993 sob a coordenação do então ministro da fazenda do governo Itamar Franco, que em seguida se tornará por duas vezes presidente da república, Fernando Henrique Cardoso. Embora seja caracterizado como um plano de estabilização econômica, na prática voltou-se quase que exclusivamente para questão da estabilização dos preços. Se é verdade que o referido plano logrou êxito em controlar a inflação, doença crônica

²³ Aqui cabe uma ressalva, haja vista a notável diferença entre a taxa básica de juros (SELIC) e a taxa de juros de longo prazo. Aquela é determinada exogenamente pelo BC que a utiliza para rolar a dívida relativa aos títulos públicos do tesouro, enquanto a segunda é determinada pelo mercado, muito embora haja uma íntima correlação entre elas. Isso posto, nos ateremos neste trabalho à evolução taxa básica de juros, cuja magnitude é determinada pela autoridade monetária, mas sem perder de vista que o seu patamar influencia decisivamente o nível das demais taxas praticadas nas transações entre residentes e, entre estes e estrangeiros. Afinal, se o próprio Banco Central matem a SELIC em um patamar tão elevado, porque os detentores do capital financeiro cobrariam menos para emprestar às empresas nacionais?

que há muito acometia a saúde da economia brasileira, não é mentira que o fez em detrimento do agravamento de outras enfermidades.

Como em todo tratamento, os responsáveis pelo Plano Real procuraram inicialmente identificar as causas do processo inflacionário brasileiro e o diagnóstico foi de que a inflação decorria de dois fatores: o desequilíbrio das contas públicas e a indexação dos contratos. Cabe advertir quanto à primeira causa da inflação, que o desequilíbrio do setor público devia-se muito mais ao elevado custo de rolagem da dívida que provocava um estrangulamento fiscal, do que propriamente a seu componente primário, ou seja, diferença entre os gastos correntes e as receitas tributárias do governo. Quanto ao segundo diagnóstico, é importante ressaltar que essa mesma concepção de um componente inercial da inflação já norteava planos de estabilização anteriores, como os Planos Cruzado e Bresser. Assim, a percepção de que na ausência de choques inflacionários, a inflação corrente é determinada pela inflação passada é discutida desde os anos de 1980. O fator que determinou o sucesso do Plano Real em relação aos planos anteriores deveu-se ao fato de que a desindexação da economia brasileira respeitou, em contraposição aos demais planos, os mecanismos de mercado, evitando outras formas de intervenção, tais como: congelamento de preços e salários, utilização de “tablitas” e confisco de ativos financeiros (FERRARI FILHO, 2001, p. 8).

Uma vez diagnosticado as causas da inflação, os responsáveis pelo Plano Real adotaram como forma de tratamento mudanças que passavam pelas políticas monetária e fiscal, as quais foram distribuídas em três fases: a primeira etapa se caracterizou por uma tentativa de ajuste fiscal; num segundo momento promoveu-se um ajustamento dos preços relativos; finalmente, no passo derradeiro, realizou-se uma reforma monetária, ou seja, a introdução do *Real* enquanto moeda oficial.

A tentativa de ajuste fiscal na primeira etapa do plano de estabilização econômica foi realizada basicamente por meio da aprovação pelo governo em 1993 do Fundo Social de Emergência, que trazia uma série de medidas restritivas de política fiscal - contenção dos gastos públicos por um lado e aumento da receita tributária por outro. O gráfico a seguir mostra que o ajuste fiscal pretendido não chegou a ser concretizar, o resultado operacional das contas públicas passa de um superávit equivalente a 1,72% do PIB em 1994 para um déficit de 4,89% do PIB no ano seguinte.



Gráfico 2

Fonte: Banco Central do Brasil.

A segunda fase do plano de estabilização econômica teve início já no primeiro trimestre de 1994, com a criação da Unidade Real de Valor (URV), espécie de referencial de valor monetário, que serviu como base para introdução da nova moeda. A URV foi utilizada para restaurar a função de unidade de conta da nova moeda, que havia sido destruída pela inflação, bem como para ser referência dos preços relativos da economia. Nessa etapa de ajustamento, a idéia era fazer com que os preços, salários e demais contratos acompanhassem a evolução do indicador recém criado pelo governo, se isso ocorresse, como de fato ocorreu com a URV²⁴, evitar-se-ia aquela busca desenfreada por parte dos diversos agentes econômicos visando recompor suas rendas através de mecanismos formais e informais de indexação, contendo assim, o componente inercial da inflação. Uma vez adotado como parâmetro para reajuste dos preços da economia, a URV buscou a desindexação através da indexação geral dos contratos.

Muitos autores ressaltam o papel crucial cumprido pela URV na segunda etapa de implantação do Plano Real, mais do que um simples indexador, a ela coube preparar o terreno para a fase de implantação de nova moeda, de modo a sincronizar os preços relativos da economia²⁵ e evitar que a inflação existente no *Cruzeiro Real* viesse a contaminar o *Real*.

²⁴ A URV, espécie de índice de inflação, era composta pela média de três outros índices de preços representativos da economia: IPC/FIPE, IPCA/IBGE e IGP-M/FGV.

²⁵ Embora a URV não se caracterizasse como moeda, cumpria uma de suas três funções, qual seja: a de ser unidade de conta. Essa qualidade foi fundamental para amenizar as turbulências típicas de uma reforma monetária, uma vez que mesmo antes de ser implantada como meio de pagamento, a nova moeda já havia sido

“Em outras palavras, seu papel essencial foi o de apagar a memória do passado, eliminando desse modo, o componente inercial da inflação” (FILGUEIRAS, 2000, p. 105). Talvez esse seja o grande diferencial do Plano Real no combate a inflação, o ajustamento dos preços relativos promovido na segunda etapa de implantação do plano de estabilização e a nova conjuntura marcada pelo retorno da liquidez no mercado financeiro internacional, mitigou a necessidade das intervenções que marcaram os planos anteriores.

A última etapa de implantação do plano de estabilização, que também é a que mais importa para os objetivos desse trabalho, caracterizou-se pela reforma monetária, ou seja, a substituição plena do *cruzeiro real* pela nova moeda enquanto meio de troca, reserva de valor e unidade de conta. Considerando que boa parte dos preços já haviam convergido à URV, o governo decretou em 1º julho de 1994 a Medida Provisória que introduziu o *Real* como moeda oficial. A nova moeda traz consigo uma série de restrições á condução da política econômica, notadamente as novas regras de emissão monetária e determinação da taxa de câmbio, mas especificamente, a nova moeda impõe a adoção de âncoras monetária e cambial. A primeira seria usada para frear o ímpeto da economia no curto prazo ante a queda abrupta da inflação, enquanto a segunda teria como função principal reduzir e estabilizar o nível de preços internos²⁶.

Na prática a âncora monetária se deu pela fixação de metas de crescimento da base monetária, as quais poderiam ser excepcionalmente flexibilizadas em até 20% diante de eventuais pressões de demanda. Já a âncora cambial, foi marcada por bandas assimétricas, ou seja, “o Banco Central se comprometeria a intervir quando o real se desvalorizasse em relação ao dólar, porém deixaria o mercado atuar livremente caso houvesse uma apreciação da taxa de câmbio”²⁷.

experimentada enquanto unidade de conta. Conforme ressalta Gimbiagi (2005), a própria equipe econômica responsável pelo plano de estabilização “a confiança da opinião pública na administração federal e, em particular no ministro da fazenda, Fernando Henrique Cardoso, era elevada, mas não o suficiente para que uma nova moeda pudesse, mais uma vez, ser subitamente introduzida”.

²⁶ Isso seria possível porque com a âncora cambial o governo se compromete a defender uma taxa de câmbio supervalorizada (veremos ainda nesse capítulo), barateando os produtos importados, contribuindo dessa maneira para estabilização dos preços internos.

²⁷ A princípio o BC estabeleceu que o teto para o preço de venda que deveria situar em torno de 1,00 real por dólar, e deixava que o mercado, conforme a sistemática do regime de bandas cambiais assimétricas, estabelecesse o preço de compra da taxa câmbio.

Feita essa breve exposição da estratégia que orientou a implantação do Plano Real, cabe ressaltar, antes de avançarmos à próxima etapa deste trabalho, que todo esse processo ocorreu num contexto de franca abertura econômica, não podendo ser analisado às margens das mudanças ocorridas no mundo globalizado, principalmente a partir da década de 1990, quando se destacam: a abertura comercial e financeira; desregulamentação dos mercados financeiros, conseqüentemente mobilidade de capitais; privatizações, enfim, a predominância universal da lógica dos mercados. No Brasil não foi diferente, baseado na estratégia de crescer com poupança externa, o período pós-Real foi marcado, pelo menos no que tange à esfera financeira, pelo aprofundamento do processo de liberalização.

Criaram-se, então, as condições para que fosse arquitetado um plano de estabilização monetária consistente com as experiências e programas de estabilização, alicerçados tanto em ancoras nominais, especialmente cambiais, quanto na liberalização comercial e financeira – que lograram êxito em reduzir abruptamente a taxa de inflação (FERRARI FILHO; MENDONÇA; SOBREIRA, 2003, p. 187).

4.2 SOBRECARGA DA TAXA DE JUROS

Conforme vimos, em meados da década de 1990 houve uma mudança importante no quadro macroeconômico nacional: um plano de estabilização, enfim, conseguia controlar a alta da inflação que desde 1980 impedia o desenvolvimento da economia brasileira. Tal feito, contudo, parece ter aprisionado a política monetária, sobretudo, a taxa de juros reais que se manteve em patamares extremamente elevados durante todo o período que se seguiu ao plano de estabilização.

A política monetária desempenha um papel singular na economia, por meio de sua gestão o governo pode perseguir objetivos fundamentais ao desenvolvimento de uma nação, a saber: a) manter o nível de atividade econômica em crescimento compatível com o pleno emprego dos fatores de produção; b) manter o equilíbrio do balanço de pagamentos; e c) manter a inflação sob controle.

Uma política monetária expansiva, por exemplo, tende a aumentar o nível de atividade, pois amplia a disponibilidade de crédito (reduz juros) e induz os agentes econômicos (empresários e consumidores) a ampliar seus gastos (investimento e consumo), gerando mais renda e emprego (bem estar social). Por outro lado, uma política monetária restritiva desestimula o

crescimento da atividade ao impedir que a demanda agregada acompanhe a expansão da capacidade produtiva, resultando assim em grande capacidade ociosa, a qual atua como um freio para as novas decisões de consumo e investimento.

Já o equilíbrio do balanço de pagamentos depende de uma série de fatores que condicionam o relacionamento comercial e financeiro do país com o resto do mundo. A política monetária representa, sem dúvida, um desses fatores, uma vez que interfere de forma contundente na taxa de câmbio, preço fundamental na determinação do equilíbrio do balanço de pagamentos. Conforme mostramos na seção anterior, no período que se seguiu à implantação do Plano Real (até a crise cambial de 1999), por exemplo, quando vigoraram as ancoras cambial e monetária, o governo abriu mão da sua política monetária para defender a taxa de câmbio pretendida. Assim, quando a cotação do dólar ameaçava romper a banda cambial superior (inferior) o BC reduzia (expandia) a oferta monetária vendendo (comprando) divisas. Com a flutuação do câmbio (fim de 1999), ainda que tolerando uma variação cambial maior, o BC não deixa de intervir quando julga tais variações excessivas.

Finalmente, a política monetária pode ser utilizada (no caso do Brasil, só foi utilizada) para atingir a estabilidade de preços, aqui a oferta de moeda escritural tende a ser manipulada visando a evolução moderada do nível dos preços. Se este se elevar além da inflação desejada, a política monetária tenderá a ser restritiva para corrigir o que se supõe ser um excesso de demanda. Se os preços ficarem abaixo da meta de inflação (ou se indicarem uma deflação), a política monetária tenderá a ser expansiva para estimular a demanda efetiva.

Uma análise apurada desses três objetivos de política monetária logo deixa transparecer que eles não são facilmente compatíveis, principalmente o objetivo de controle dos preços e nível de atividade de pleno emprego. Em geral, vemos que uma inflação bem baixa requer, quando inexistem mecanismos de controle sobre os preços, um nível de atividade muito aquém do pleno emprego. O inverso também é válido, um nível de atividade que permite o pleno emprego dos fatores, não havendo controle dos preços, em geral produz inflação acima do tolerável²⁸.

²⁸ É importante salientar que o nível de inflação tolerável não é o mesmo entre as diferentes classes sociais. Os investidores do mercado financeiro, por exemplo, desejam inflação mínima, na medida em que temem a desvalorização de seus ativos. Já as classes empresarial e trabalhadora toleram níveis de preços maiores, se este for o ônus de mais crescimento econômico, haja vista que seus rendimentos dependem do dinamismo da

Nosso posicionamento aqui é que o governo brasileiro por meio do Banco Central utilizou basicamente a política monetária para atingir o objetivo de estabilidade de preços, mesmo que isso implique um elevado custo para a sociedade brasileira. Essa análise será feita em dois períodos a partir do Plano Real: o primeiro tem início com a reforma monetária em julho de 1994 e se estende até o fim da âncora cambial em 1999; o segundo período se inicia com a adoção do câmbio flutuante e se estende até o final do segundo mandato do presidente FHC.

4.2.1 Da reforma monetária ao fim da âncora cambial

Como era de se esperar, as medidas que acompanharam o Plano Real suscitaram numa queda abrupta da inflação, que num primeiro momento, ocasionou uma forte expansão do nível de consumo e, por conseguinte, do nível de atividade. As ilustrações a seguir demonstram a evolução da taxa de inflação medida pelo IGP-DI e o crescimento real do PIB no período em torno da implantação do Plano Real.

Tabela 1 - Taxa de Inflação

Ano	IGP-DI/FGV ¹ (%)
1990	1.476,7
1991	480,2
1992	1.157,8
1993	2.708,2
1994	1.093,9
1995	14,8
1996	9,3
1997	7,5
1998	1,7
1999	19,9
2000	9,5
2001	10,2
2002	27,7

Fonte: Fundação Getúlio Vargas (FGV)

atividade econômica. Dada a força do capital financeiro nos últimos anos, talvez isso explique o comportamento do governo em combater a inflação a qualquer custo.

(1) acumulado em 12 meses, janeiro a dezembro.

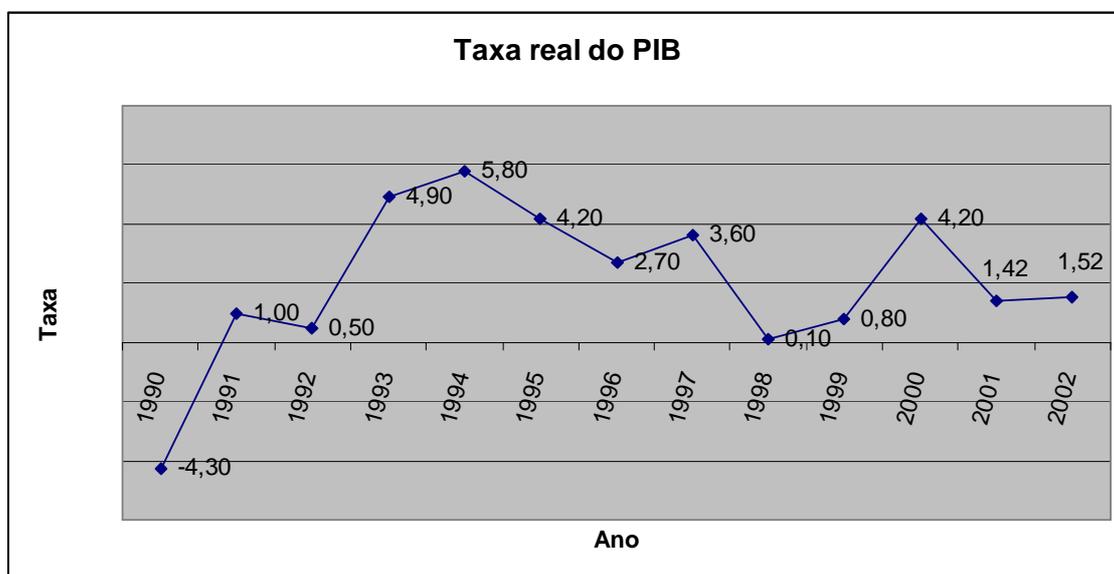


Gráfico 3

Fonte: Banco Central do Brasil.

Com base nos dados da tabela 1 fica evidente o êxito do plano de estabilização: a inflação acumulada no ano em que foi implantado o Real (1.093,9%) cai cerca de 60% em relação ao ano anterior (2.708,2%). A queda vertiginosa da inflação fica mais clara quando analisamos a taxa de inflação acumulada nos seis meses imediatamente anteriores e posteriores à reforma monetária: entre janeiro e junho de 1994, a inflação acumulada foi de 763,2%, ao passo que, entre julho e dezembro do mesmo ano, a inflação se limitou a 38,3%. Já o PIB, entre 1994 e 1995, cresceu 5,8% e 4,2%, taxas bastante superior à média de 1,3% dos três anos anteriores ao plano de estabilização.

Ironicamente, é a partir dessa combinação “desejável” entre inflação baixa e crescimento econômico importante, que surgem os problemas que irão perdurar por muito tempo. A partir daí começa um círculo vicioso, o governo preocupado em manter as metas fixadas através das âncoras nominais, aciona os instrumentos de política econômica no sentido de restringir a oferta monetária, o resultado imediato desemboca na elevação da taxa de juros. Dado o contexto de alta mobilidade de capitais que vigora na economia brasileira, a elevação da taxa de juros acabou atraindo capital financeiro, principalmente de curto prazo (capital especulativo), imprimindo uma valorização na taxa de câmbio. Conforme vimos na seção anterior, o governo que havia adotado a sistemática das bandas cambiais assimétricas, se

comprometera a defender o câmbio somente quando houvesse uma tendência à desvalorização do *real*. Como a pressão era no sentido da valorização, o governo deixou o mercado determinar a taxa de câmbio, que se valorizou ainda mais e impulsionou a deterioração das contas externas, cujo déficit era financiado via conta capital.

Tabela 2 – Evolução da taxa de câmbio nominal¹

Período	Taxa (R\$/1,00 US\$)
Jul/Dez 1994	0,85
Jan/Dez 1995	0,92
Jan/Dez 1996	1,00
Jan/Dez 1997	1,08
Jan/Dez 1998	1,16
Jan/Dez 1999	1,77
Abr/Jun 1999	1,71
Jul/Set 1999	1,86
Out/Dez 1999	1,91
Jan/Mar 2000	1,77
Abr/Jun 2000	1,80
Jul/Set 2000	1,82

Fonte: IPEA

(1) Dólar comercial, conforme média do período.

Em resposta à elevação dos juros, vemos a partir da tabela acima, que nos seis meses que se seguiram à reforma monetária, a taxa de câmbio que havia sido inicialmente fixada em 1,00 real por dólar, patamar já bastante valorizado, aprecia-se ainda mais, (cerca de 15%) chegando ao nível médio de 0,8450 real por dólar no mesmo semestre. O resultado não poderia ser outro, as importações crescem mais rapidamente e já em 1995 superam as exportações. Conforme tabela 3 adiante, vemos que o saldo da balança comercial passa de um superávit equivalente a 10,4 bilhões em 1994 a um déficit de 3,3 bilhões no ano seguinte.

Tabela 3- Balanço de pagamentos (valores em US\$ Bilhões)

Período	Balança comercial	Transações correntes	Movimento de capitais	Saldo Balanço de pagamentos
1994	10,4	(1,7)	14,3	12,9
1995	(3,3)	(18,0)	29,3	13,5
1996	(5,6)	(23,1)	33,9	9,0
1997	(6,8)	(30,9)	25,9	(7,8)

1998	(6,6)	(33,6)	20,7	(17,3)
1999	(1,2)	(24,4)	12,0	(10,7)
2000	(0,7)	(24,7)	30,4	8,1

Fonte: Banco Central

Nota: os valores entre parênteses representam saldos negativos.

O déficit em transações correntes cresceu entre 1994 e 1995 aproximadamente 1000% e manteve sua trajetória ascendente até a crise cambial de 1999. Na estratégia do governo isso não era um problema, pois a poupança externa se encarregaria de financiar as transações correntes, assim no modelo macroeconômico do Plano Real o país se tornara altamente vulnerável às condições externas, e não faltaram turbulências no cenário econômico mundial durante a década de 1990 para piorar ainda mais a situação da economia brasileira.

Nunca antes, a política econômica do Brasil havia sido tão reflexa, determinada de fora para dentro do país e de forma quase que imediata, como nesse “modelo econômico” que vem sendo construído a partir do Plano Real (FILGUEIRAS, 2000, p. 117).

Apenas no espaço de quatro anos em que vigorou o regime de câmbio fixo, podemos citar três crises importantes que abalaram consideravelmente a economia brasileira: a crise Mexicana no final 1994, a crise dos chamados “Tigres Asiáticos” no segundo semestre de 1997 e a crise da Rússia em 1998.

O “efeito tequila” decorrente da crise mexicana foi o primeiro sinal da insustentabilidade, por um período mais longo, da política de controle inflacionário ancorada na sobrevalorização da moeda nacional. Na época, a posição de muitos economistas era abandonar essa estratégia, deixando o câmbio flutuar, entretanto, as autoridades monetárias se limitaram a flexibilizar a política cambial, adotando o sistema de bandas cambiais deslizantes. Paralelamente, é claro, o governo utiliza seu “remédio milagroso”, aumenta a taxa básica de juros para atrair capitais internacionais de curto prazo, além de vender parte de suas reservas. As ilustrações a seguir mostram o comportamento da taxa básica de juros e das reservas cambiais.

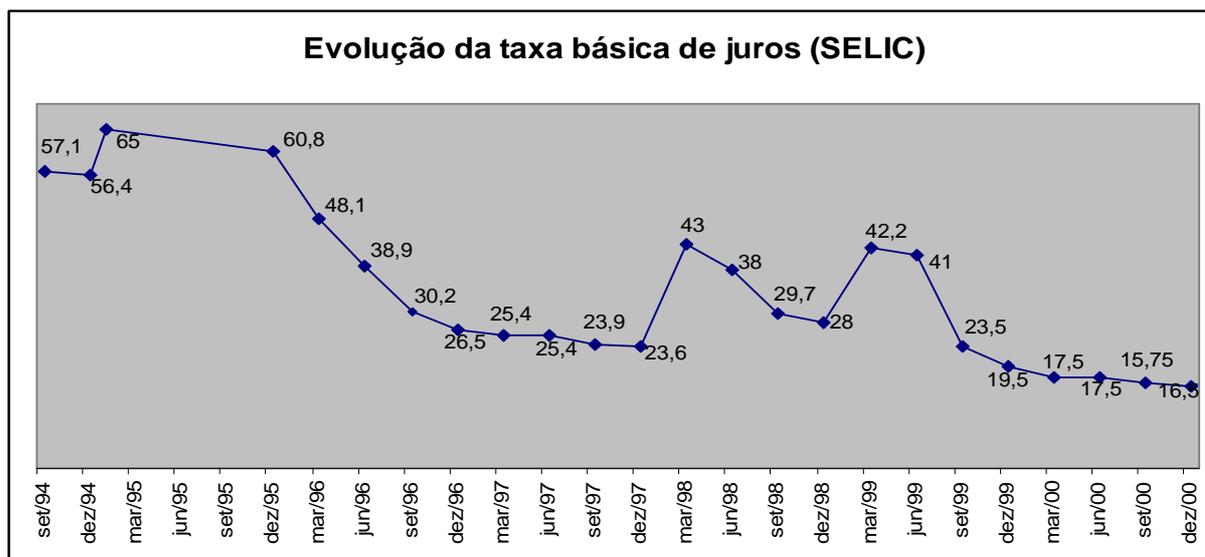


Gráfico 4

Fonte: Banco Central do Brasil

Tabela 4 - Reservas cambiais em US\$ bilhões

Ano	Meses		
	Janeiro	Junho	Dezembro
1994	25,9	40,1	36,5
1995	35,9	31,5	50,4
1996	52,6	58,6	59,0
1997	57,8	56,8	51,3
1998	52,5	70,1	43,6
1999	35,2	40,4	35,5
2000	36,8	27,6	32,9

Fonte: Banco Central do Brasil

Visando amenizar a fuga de capitais que se seguiu a crise do México, a taxa de juros aumentou de 56,4% a.a. em dezembro de 1994 para 65,0% a.a. em março de 1995, ainda assim, parte das reservas se esvaíram, chegando a reduzir cerca de 15% no auge da crise. Com essas ações o governo consegue evitar o ataque especulativo contra o real e reafirma a manutenção da âncora cambial, mas intensifica, com o aumento dos juros, as restrições sobre a atividade econômica e o desequilíbrio das contas públicas²⁹.

²⁹ É importante lembrar que o aumento da taxa de juros, além de frear o nível de crescimento da economia, aumenta a dívida pública, haja vista a elevação dos custos de manutenção das reservas e dos serviços pagos sobre o estoque da dívida existente.

Esta cena se repetiria outras vezes e as medidas adotadas pelo governo seguirão sempre a mesma linha de política ortodoxa. Após um breve período de tranquilidade no mercado financeiro internacional, marcada principalmente pelo retorno dos capitais de curto prazo, o Brasil ganha um pouco de flexibilidade na política econômica de curto prazo e as taxas de juros trilham um caminho de queda, alcançando o patamar de 23,6% em 1997. Em meados desse mesmo ano, porém, a situação no mercado financeiro internacional volta a ser conturbada, agora por conta da crise dos países asiáticos em julho de 1997. No Brasil as conseqüências são imediatas e conhecidas, fuga de capitais, diminuição das reservas, cujo volume ainda se recuperava dos efeitos da crise mexicana, caindo agora de US\$ 60 bilhões no início de 1997 para R\$ 51 bilhões no final desse mesmo ano.

Também conhecidas são as armas do governo, que para sustentar a mesma política cambial, eleva novamente a taxa de juros, de 23% para 43% ao ano, além de promover um novo ajuste fiscal³⁰ e adotar medidas no sentido de conceder maior liberdade ao capital estrangeiro. Mais uma vez o governo consegue conter a evasão do capital especulativo, sobretudo, por causa da elevação da taxa de juros e da rápida intervenção do Fundo Monetário Internacional (FMI) em alguns países que formaram o epicentro da crise. Com isso, o capital financeiro de curto prazo retorna, as reservas logo se recuperam, superando já em meados de 1998, quando acumula US\$ 70 bilhões, o volume de reservas do período anterior à crise da Ásia e a taxa de juros novamente cai ao nível de 28% ao ano. Contudo, o preço dessa situação de maior flexibilidade de curto prazo é elevado, o retorno do capital financeiro e a recuperação das reservas são alcançadas em detrimento da redução do nível de atividade, já bastante tímido, aumento do desemprego e da aceleração do déficit público causados pela elevação da taxa de juros.

Ao longo da segunda metade do ano de 1998 a situação internacional torna-se mais uma vez adversa, os efeitos da crise Russa, sobretudo a partir de agosto com a decretação da moratória, associado às inconsistências dos fundamentos da economia brasileira, resulta em novo ataque especulativo contra o *real*. Convencido em levar a adiante a política cambial, o conservadorismo do governo frente a nova crise se repete mais uma vez: um novo pacote fiscal (programa de Estabilidade Fiscal) é anunciado e, paralelamente, os juros novamente são

³⁰ Governo lança um pacote econômico denominado “Medidas de ajuste fiscal e Competitividade”, conhecido também como “Pacote 51”, a partir do qual se pretendia, entre contenção de gastos e novas receitas, incrementar os cofres do governo em cerca de US\$ 20 bilhões.

elevados, alcançando em dezembro de 1998 o nível 42% ao ano. Todavia, diferentemente das crises mexicana e asiática, a tentativa do governo em demonstrar ao capital financeiro sua capacidade de contornar as dificuldades não convenceram, o aumento da taxa de juros também não conseguiu conter a fuga de capitais. As reservas despencaram de US\$ 70 bilhões em junho de 1998 para US\$ 43 bilhões em dezembro do mesmo ano (redução de 38%). Dessa vez não teve jeito e novamente o Brasil recorreu ao Fundo Monetário Internacional (FMI), onde se firmou um acordo no qual a economia brasileira receberia um aporte inicial de US\$ 40 bilhões, em contrapartida do cumprimento de uma série de condicionalidades, notadamente a intensificação das metas de austeridade fiscal e monetária.

Contudo, o socorro do FMI estava longe de resolver os problemas da economia brasileira, o empréstimo apresentava-se como um paliativo, recompondo o volume de suas reservas ao patamar anterior à crise Russa e ajudando o país a fechar suas contas no ano corrente, sinalizando assim, a capacidade de honrar suas obrigações junto ao capital financeiro internacional, desde que, novas turbulências não ocorressem no cenário econômico mundial. Mas essas expectativas não se confirmaram, a instabilidade econômica persiste e, em janeiro de 1999, ao governo não restou alternativa: “a âncora cambial, principal alicerce do Plano Real, se tornou uma bóia flutuante. Estava, portanto decretado o óbito do Plano Real, a partir do afundamento de sua âncora cambial” (FERRARI FILHO, 2001, p. 17).

A análise do período que se seguiu a reforma monetária em 1994 e se estendeu até o fim da âncora cambial no início de 1999, lava-nos a seguinte constatação: a política econômica brasileira foi articulada de forma tal que a taxa de câmbio era responsável pela administração dos preços (via importação) e a taxa de juros cumpria o papel de equilibrar o balanço de pagamentos (déficit decorrente da valorização cambial). A combinação entre abertura econômica (comercial e financeira) e âncora nominal com câmbio sobre valorizado, aprisionou as taxas de juros em níveis extremamente elevados, atraindo, de certa forma, o capital financeiro necessário à manutenção da política econômica do governo, mas ao mesmo tempo, minando a pujança da economia brasileira. O Plano Real logrou êxito no combate a inflação, entretanto esteve muito longe de cumprir seus objetivos enquanto plano de estabilização econômica. Pelo contrário, a estratégia que por um lado debelou a inflação neste primeiro momento, só o fez à custa da piora de todos os outros indicadores econômicos, salvo a própria inflação.

4.2.2 Da flutuação cambial ao final da era FHC

A crise cambial de 1999 vem corroborar as expectativas em torno da impossibilidade, por um prazo mais longo, da manutenção da estratégia de combate a inflação adotada no primeiro governo FHC. A passagem do câmbio fixo para uma situação de câmbio flutuante era só uma questão de tempo e poderia, em grande medida, significar maior flexibilidade no manejo das políticas econômicas, principalmente a redução da sobrecarga da taxa de juros, uma vez que a flutuação do câmbio tenderia a atenuar os desequilíbrios do balanço de pagamentos, notadamente a balança comercial. Mas já a partir do segundo semestre de 1999 o governo assume o regime de metas de inflação e mais uma vez a evolução da taxa de juros volta a estar subordinada formalmente ao controle da inflação.

Como era previsto, a mudança do câmbio impôs dificuldades imediatas para economia brasileira, muito embora, ao contrário do que previram muitos analistas, os impactos sobre a economia não foram tão catastróficos. A princípio, a mudança nos preços relativos elevou a taxa de câmbio de 1,20 reais por dólar em janeiro de 1999 para o patamar de 2,10 reais por dólar em março do mesmo ano. Em consequência dessa brusca variação cambial, a inflação medida pelo IGP-DI que em 1998 fechou em 1,7% a.a., se elevou para 19,9% em 1999. Contudo, apesar dessas inconveniências, já no segundo semestre de 1999 vários indicadores macroeconômicos indicavam a recuperação da economia. Enquanto muitos analistas previam recessão, o PIB cresceu 0,8% em 1999, taxa de crescimento pífia, porém superior ao crescimento do ano anterior (0,1% a.a.), quando ainda vigorava a âncora cambial. Em 2000 o PIB cresce 4,2% e a inflação cai à metade em relação ao ano anterior, fechando o período em 9,5%. No mesmo ano a taxa de câmbio se estabilizou abaixo de R\$ 2,00/US\$ 1,00 e ainda no primeiro semestre de 1999, a taxa de juros segue gradativamente caindo, passando de 41% a.a. no mês junho desse ano até alcançar 15,75% a.a. em dezembro de 2000, até então, nível mais baixo da SELIC no período pós-real.

Em resposta às mudanças nos preços relativos decorrente da desvalorização cambial, ocorre também uma expressiva melhora nas contas externas, sobretudo, na balança comercial.

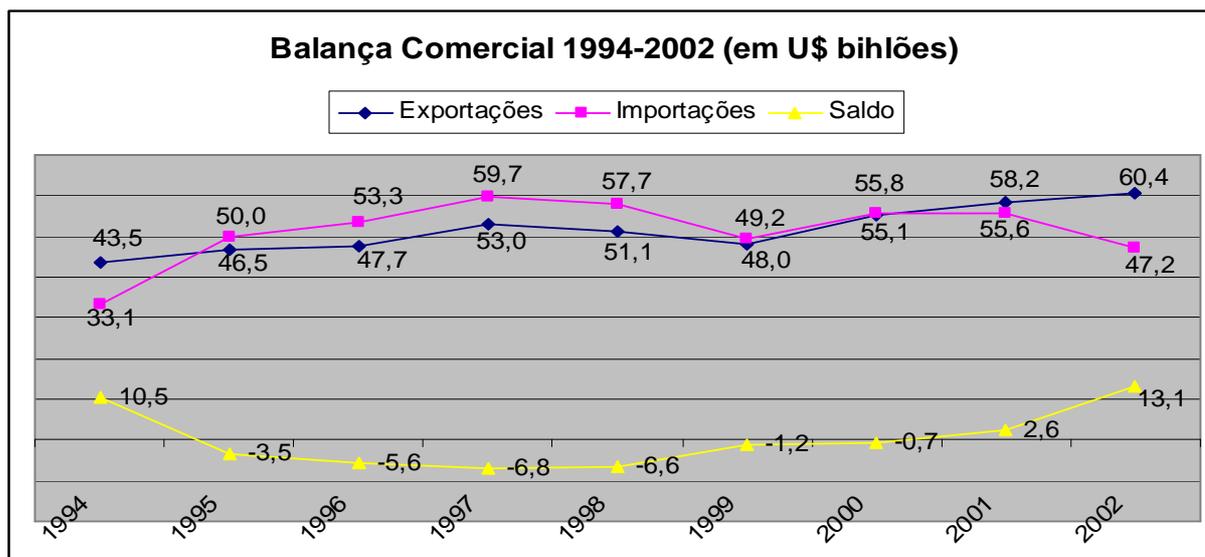


Gráfico 5

Fonte: Instituto de pesquisa econômica aplicada (IPEA)

Uma análise mais detida do gráfico acima revela que o déficit na balança comercial reduziu mais de 80% de 1998 para 1999, alcançando em 2002 um superávit de U\$ 13,1 bilhões. Porém, apesar de a mudança cambial ajudar a atenuar a deterioração do balanço de pagamentos, a melhora das contas externas deveu-se principalmente ao baixo crescimento econômico, que limitou o consumo e reduziu de forma contundente as importações. O resultado pode ser observado quando comparamos a variação das exportações e importações entre 1998 e 1999: enquanto o valor do montante exportado reduziu 6,1%, o valor total importado caiu cerca de 15%.

Assim, a melhora dos indicadores macroeconômicos estava longe de indicar que a economia brasileira estivesse preparada para trilhar um caminho de prosperidade, associado a estabilidade monetária e crescimento econômico de longo prazo. Embora o câmbio flutuante pudesse acomodar eventuais desequilíbrios nas contas externas, não os sustentariam se tais pressões fossem recorrentes. Ademais, como a vulnerabilidade externa decorria de problemas estruturais da economia brasileira e o cenário internacional continuou instável, repetiram-se basicamente as mesmas situações verificadas no primeiro governo FHC, ou seja, aumento da aversão ao risco no mercado internacional e conseqüente fuga de capitais, depreciação cambial e elevação da taxa de juros brasileira para conter a inflação. Além da crise que culminou com a flutuação do câmbio em 1999, o Brasil enfrentou pelo menos mais duas importantes turbulências, praticamente uma a cada ano do segundo mandato de FHC: em

2001 por conta da crise argentina e em 2002 por causa da crise de confiança decorrente da possibilidade da vitória de Lula a presidência da república.

Daí a convivência, permanente, com as altas taxas de juros e a obrigação de realizar elevados superávits primários, para tentar evitar crises cambiais e manter a inflação minimamente sob controle e em níveis aceitáveis (FILGUEIRAS, 2000, p. 235).

Com a crise cambial brasileira em 1999, a Argentina que também sustentara um regime de câmbio fixo, sofre um duro golpe e desde então enfrenta uma série de dificuldades econômicas que culminaria no final de 2001, tal como nos demais países que adotaram essa sistemática de câmbio, na revogação da paridade cambial. Dessa vez foi o próprio Brasil que sentiu o baque da crise cambial Argentina que juntamente com os atentados terroristas do “11 de setembro” em 2001 trouxeram a tona mais uma vez fragilidade da economia brasileira. O gráfico abaixo mostra uma brusca reversão dos fluxos de capitais após o ataque terrorista nos Estados Unidos, o saldo da conta capital financeira passa de um superávit de US\$ 5,46 bilhões em setembro a um déficit de US\$ 0,18 bilhões no mês seguinte.

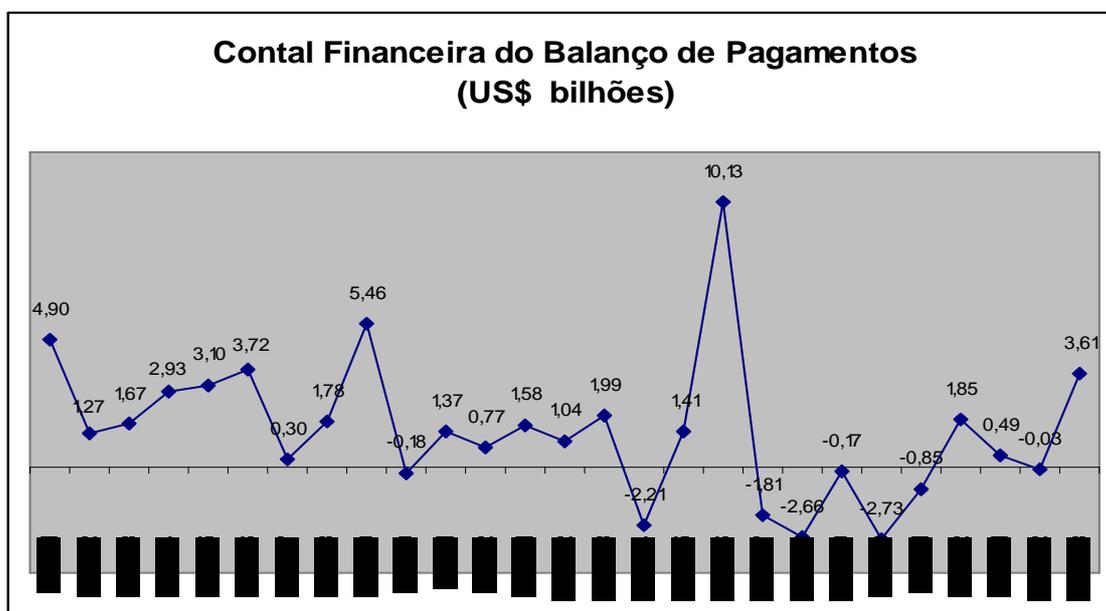


Gráfico 6

Fonte: Instituto de pesquisa econômica aplicada (IPEA)

O Real segue se desvalorizando, saltando de 1,95 R\$/US\$ no início do ano para 2,74 R\$/US\$ em outubro, mês seguinte ao ataque terrorista nos Estados Unidos. A depreciação da taxa de

câmbio pressiona os preços domésticos e em resposta o Banco Central volta a elevar a taxa de juros. Como resultado de tudo isso a economia se desacelera, influenciada também pela crise energética, e o PIB fecha o ano com crescimento de 1,5%.

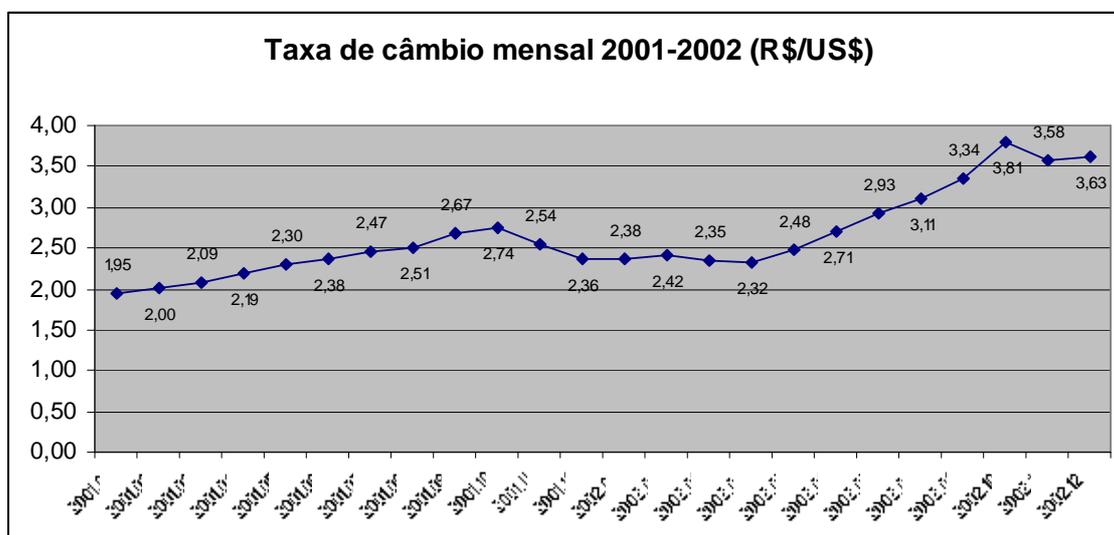


Gráfico 7

Fonte: Instituto de pesquisa econômica aplicada (IPEA)

Por fim, em 2002 FHC viria a enfrentar, em grande medida por conta de suas políticas equivocadas, a última crise econômica do seu governo. O vencimento de grandes parcelas da dívida e a eminente possibilidade de um triunfo do candidato à presidência Luiz Inácio Lula da Silva ensejaram mais um ataque especulativo contra o Real e já nos primeiros meses do ano eleitoral as incertezas já provocavam nova redução dos fluxos de capital, consequentemente pressionando a taxa de câmbio. A moeda americana que em abril fechou cotada em 2,32 reais por dólar inicia um processo de valorização que se acentua no mês de junho com uma fuga em massa de capitais. Neste mês a conta financeira do balanço de pagamentos passa de um superávit de US\$ 10,13 bilhões para um déficit aproximado de US\$ 1,81 bilhões, em consequência a taxa de câmbio que já estava se depreciando atinge em julho o patamar de R\$ 2,93/US\$ 1,00, chegando ao pico de R\$ 3,63/US\$ 1,00 em dezembro de 2002. Quanto à taxa de juros, mal caiu após a elevação durante última crise em 2001 (apenas 0,5%), já voltou a ser elevada na tentativa frustrada de conter a saída de capitais, alcançando em 2002 o patamar de 25% ao ano.

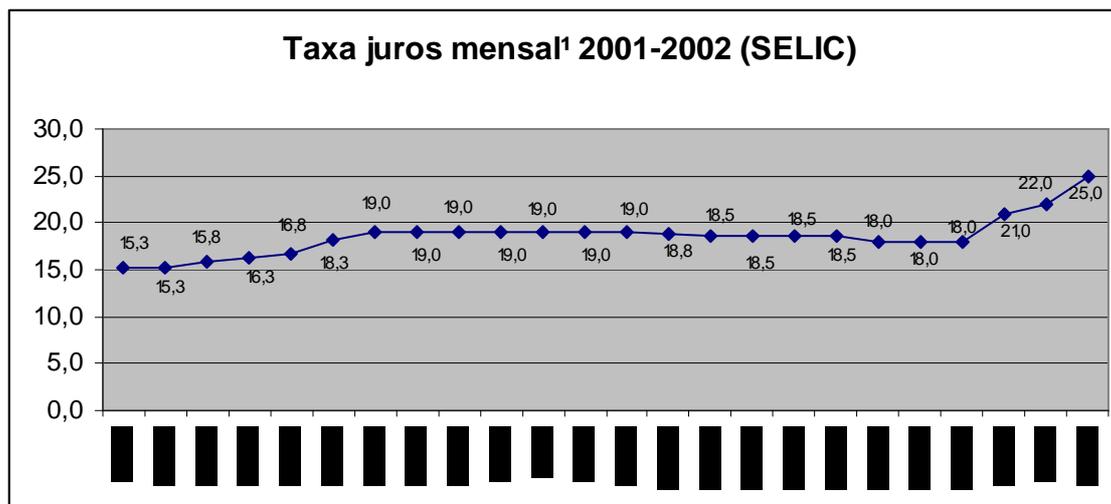


Gráfico 8

Fonte: Banco Central do Brasil

(1) Os valores foram extraídos das atas de reunião do COPOM

Com o término da âncora cambial, embora a inflação não tenha fugido ao controle, observa-se que ela não retorna mais aos níveis baixíssimos verificado no primeiro governo do presidente Fernando Henrique Cardoso. Nem mesmo o compromisso declarado a partir do regime de metas de inflação, onde Banco Central opera a política monetária tão somente para manter os preços sob controle, foi capaz de assegurar a inflação dentro da meta. Com exceção do ano de 2000, em todo o período do segundo mandato do ex-presidente FHC a inflação fechou o ano fora do centro da meta estabelecida pelas autoridades monetárias.

Tabela 5 - Metas de inflação X inflação apurada 1999-2002 (IPCA)

ANO	Meta de Inflação (%)	IPCA apurado (%)
1999	8,0	8,94
2000	6,0	5,97
2001	4,0	7,67
2002	3,5	12,53

Fonte: Banco Central do Brasil

Obs. Tabela extraída de FILGUEIRAS 2001, p. 235.

A análise da era FHC nos leva a inferir que a política econômica nos seus dois governos esteve sempre subordinada ao objetivo único de controle inflacionário. No primeiro mandato do ex-presidente Fernando Henrique Cardoso - período em que vigorou o regime de câmbio fixo (flutuação suja) - política econômica brasileira foi articulada de tal maneira que a taxa de câmbio era responsável pela administração dos preços e a taxa de juros cumpria o papel de equilibrar o balanço de pagamentos. Já em seu segundo mandato, a partir da crise cambial em

1999, quando o governo passa a permitir a flutuação cambial, essa lógica de política econômica muda sensivelmente: o câmbio, em grande medida, passa a ser o responsável pelo equilíbrio do balanço de pagamentos, enquanto a taxa de juros passa agora a monitorar o sistema de *metas de inflação*³¹.

Se no primeiro momento a opção pela sistemática de câmbio fixo levou o Banco Central a perder o controle sobre a política monetária, num segundo momento, a partir da flutuação cambial, o próprio governo impõe novas limitações ao estabelecer o regime de metas de inflação. Aqui, tecnicamente, a autoridade monetária se propõe a alcançar uma meta de inflação num prazo determinado; mais do que isso, assume um compromisso institucional de que a meta de inflação é o objetivo prioritário da política monetária.

Se há outros objetivos, como o nível de atividade ou a taxa de câmbio, o compromisso institucional deve deixar claro que estes estão subordinados ao objetivo de inflação, para que o público saiba que, caso o Banco Central enfrente um conflito de objetivos, ele tomará sua decisão dando prioridade à inflação (FRENKEL, 2008, p. 98).

Contudo, a despeito do problema levantado nesse trabalho, o de que a liberalização financeira reduziu a autonomia das políticas nacionais, chegamos a seguinte conclusão: embora seja notável que a maior participação do Brasil no mercado financeiro globalizado tenha reduzido significativamente a autonomia do governo no que tange à condução da política monetária, essa perda de soberania não se deve inteiramente ao impacto da globalização em si. Deveu-se, também, à implementação pelo próprio governo de um tipo particular de estabilização econômica, baseado na liberalização do mercado e no estabelecimento de âncoras nominais – cambial e monetária - que aumentou a volatilidade tanto do mercado monetário quanto do mercado de câmbio, acentuou a dependência em relação ao capital financeiro internacional, impondo serias restrições à condução da política econômica e imprimiu, a partir de taxas de juros em níveis extremamente altos, um elevado custo para sociedade brasileira.

³¹ Em ambos os cenários a taxa de juros são utilizadas para controlar a inflação através do câmbio, a diferença é que com o câmbio fixo o governo utilizava diretamente a taxa de juros para defender a âncora cambial e com o câmbio flutuante o faz de forma indireta, uma vez que a política econômica passa atrelada a âncora monetária.

5 CONCLUSÃO

O processo de globalização apresenta uma conotação fundamental, qual seja: a dimensão financeira não só cresce mais rapidamente que o setor produtivo. Mas, principalmente, impõe uma subordinação sobre as demais esferas, estabelecendo uma verdadeira “ditadura dos mercados”.

Duas correntes do pensamento econômico apresentam posicionamentos bem distintos em relação a esse processo. Os liberais, acreditando na “eficiência dos mercados”, defendem a ampliação da liberalização financeira, enquanto os pós-keynesianos, entendendo que os custos de tal processo superam em muito seus benefícios, defendem o oposto, isto é, uma maior regulação por parte do Estado.

Os principais argumentos utilizados pelos teóricos liberais para defender a liberalização financeira são: i) os mercados são auto reguláveis e, por isso mesmo, capazes de promover a alocação ótima dos recursos; ii) a liberalização financeira conduz a maior estabilidade econômica, na medida em que neutraliza a ação estatal provocadora de instabilidade; iii) a abertura financeira ao exterior, principalmente nos países em desenvolvimento, resolveria o problema da escassez de capital, por oferecerem melhores rentabilidades a partir de taxas de juros relativamente mais elevadas comparado a dos países desenvolvidos.

Já os pós-keynesianos se mostram bastante céticos em relação a esses argumentos, mostrando que tais benefícios não se verificam na prática, assim: i) o mercado não se mostra eficiente do ponto de vista alocativo, fato corroborado pelas sucessivas crises que acompanham a maior integração financeira entre os diversos países; ii) a liberalização financeira limita a soberania dos governos nacionais, e por conseguinte reduz a capacidade do Estado equacionar as deficiências do mercado; iii) ao invés de resolver o problema da escassez de capital, o que se observa nos países em desenvolvimento é que a abertura financeira ao exterior resulta numa substituição da poupança interna pela poupança externa, inclusive a um custo bastante elevado, haja vista as elevadas taxas de juros praticadas nas economias em desenvolvimento para assegurar o fluxo desses capitais.

Retomada a vanguarda pela concepção ortodoxa a partir da década de 1980, muitos dos países passaram a adotar as políticas de cunho liberais: o Brasil não foi diferente. Influenciado por

organismos multilaterais, como Fundo Monetário Internacional e o Banco mundial, o Brasil acelerou e consolidou sua abertura financeira a partir dos anos de 1990. Nesse período verificou-se a flexibilização da entrada de investidores estrangeiros no mercado financeiro brasileiro bem como a adequação do marco regulatório doméstico ao modelo contemporâneo de financiamento internacional, ancorado principalmente na emissão de *securities*. Verificou-se também um movimento de liberalização das possibilidades e condições de endividamento externo, dada a maior diversificação dos instrumentos de investimento de portfólio, a ampliação das possibilidades de repasse interno, a regulamentação do lançamento de papéis em bolsas estrangeiras, a unificação do mercado de câmbio, enfim, a plena liberdade para transacionar moeda estrangeira via celebração de contato de câmbio. Estima-se que durante os dois governos do presidente Fernando Henrique Cardoso cerca de 70% das medidas relacionadas à administração de capitais de portfólio foram impostas no sentido de assegurar maior liberdade ao movimento de capitais.

Enquanto no âmbito nacional as modificações no marco regulatório proporcionavam ao capital financeiro um terreno propício para se reproduzir, paralelamente ocorria no contexto econômico internacional um forte retorno da liquidez. E é nesse contexto de livre movimentação de capitais que surge o problema desse trabalho, qual seja: o processo de liberalização financeira da economia brasileira resultou numa perda de graus de liberdade para o governo no que tange a condução da política monetária, sobretudo por meio da manipulação das taxas de juros.

Baseado nessa nova institucionalidade e no contexto de alta liquidez internacional, surgiu em 1993, ainda no governo do presidente Itamar Franco, o Plano Real, o qual, embora seja caracterizado como um plano de estabilização econômica, na prática voltou-se quase que exclusivamente para objetivo da estabilização dos preços. Se antes do Plano Real o capital financeiro já encontrava as condições ideais para restringir a autonomia de política do governo, após a reforma monetária em 1994 grande parte das políticas econômicas se viram subordinadas aos ditames do capital financeiro internacional. Isso porque, a implantação da nova moeda – o *Real* – traz consigo uma estrutura altamente dependente dos fluxos de capitais.

A história recente do *Real* pode ser dividida por dois períodos: aquele que se inicia com a própria implantação da nova moeda em julho de 1994 e se estende até a crise cambial de

1999, ou seja, período em que prevaleceu o regime de câmbio fixo; e o segundo período que se inicia no auge dessa mesma crise, marcado pela flutuação cambial, onde passou a vigorar a âncora monetária, a partir do sistema de metas de inflação. Nos dois períodos a política monetária foi usada, em última instância, para debelar a inflação, deixando em segundo plano outros objetivos que poderiam ser decisivamente influenciados pela manipulação da política monetária, principalmente através da taxa de juros, como por exemplo, maior nível de emprego dos fatores de produção.

Na primeira fase do Real, a estratégia do plano de estabilização para o controle inflacionário passava pela defesa de uma âncora cambial com taxa de câmbio sobrevalorizada, a partir da qual se pretendia, sobretudo via barateamento das importações, manter a inflação sob controle. O resultado é imediato, a inflação cai abruptamente, a atividade econômica se aquece, entretanto, logo em seguida vêm à tona as inconveniências do plano. A mesma valorização cambial que permite a queda da inflação também deteriorou rapidamente o saldo da balança comercial e pressiona ainda mais o déficit em transações correntes, aumentando significativamente a vulnerabilidade externa da economia brasileira. Além disso, decidido em manter as metas fixadas através das âncoras nominais, o governo aciona sempre os instrumentos de política monetária no sentido de frear a economia, e o resultado sempre desemboca na elevação da taxa dos juros. A situação da economia brasileira ainda é agravada pelas sucessivas turbulências no cenário econômico mundial, que nessa primeira fase do plano de estabilização enfrentou pelo menos três crises importantes: a crise mexicana em 1994, a crise dos “tigres Asiáticos” em 1997 e a crise Russa em 1998.

Entre o segundo semestre de 1994 e janeiro de 1999, período em que vigorou câmbio fixo, a política econômica brasileira foi articulada de forma tal que a taxa de câmbio era responsável pela administração dos preços (via importação) e a taxa de juros cumpria o papel de equilibrar o balanço de pagamentos (déficit decorrente da valorização cambial). A combinação entre abertura econômica (comercial e financeira) e âncora nominal com câmbio sobre valorizado, aprisionou as taxas de juros em níveis extremamente elevados, atraindo, de certa forma, o capital financeiro necessário à manutenção da política econômica do governo, mas ao mesmo tempo, minando a pujança da economia brasileira.

Embora não planejada, o fim da âncora cambial poderia significar para o governo maior flexibilidade no que tange a formulação de suas políticas econômicas, principalmente a

política monetária, que na sistemática de câmbio fixo, tecnicamente não existia. Neste sentido a mudança do câmbio poderia reduzir a sobrecarga da taxa de juros que se manteve em patamares extremamente elevados durante o primeiro governo FHC. Com o novo regime, a própria flutuação cambial tenderia a atenuar os desequilíbrios do balanço de pagamentos, principalmente com a melhora nos saldos da balança comercial. Entretanto, ainda em 1999 o governo assume o regime de metas de inflação onde autoridade monetária se propõe a alcançar uma meta de inflação num prazo determinado; mais do que isso, assume um compromisso institucional de que a meta de inflação é o objetivo prioritário da política monetária, subordinando, tal como na estrutura anterior, outros objetivos como nível de atividade e taxa de câmbio competitiva.

Durante o período analisado, a combinação entre taxa de juros elevada e correspondente taxa de câmbio apreciada, se apresentam no modelo econômico do Plano Real como uma verdadeira “armadilha”. Isso fica claro todas as vezes que a autoridade monetária tenta reduzir a taxa de juros de maneira mais contundente. Dado o contexto de alta mobilidade de capitais, o câmbio logo se eleva, o nível de atividade volta a dar sinais de crescimento e a inflação volta a subir. Com o retorno da inflação, o Banco Central volta a elevar a taxa de juros para assegurar o fluxo de capitais, revertendo assim a desvalorização cambial e o aumento dos preços. Assim, se é verdade que a abertura financeira restringe o raio de ação dos governos nacionais, a análise da experiência brasileira no período Pós-Real, revela que esse quadro pode ser agravado com a adoção de determinadas políticas de estabilização, notadamente aquelas baseadas em âncoras nominais.

REFERÊNCIAS

- BELLUZZO, L. G. Mercados nem tão eficientes. **Carta Capital**, 13 de agosto de 2003, p.27.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. Macroeconomia do Brasil pós-1994, **Análise Econômica**, Porto Alegre, v.21, n.39, março 2003.
- BIANCARELI, A. M. **Liberalização financeira e política econômica no Brasil recente: Três momentos e duas visões**, Campinas: IE/UNICAMP, 2004.
- CARNEIRO R. **A globalização Financeira: origem, dinâmica e perspectivas**. Campinas: IE/UNICAMP, 1999. (Texto para Discussão, 90).
- CARVALHO F. J. C.; SICSÚ J. Controvérsias recentes sobre controle de capitais, **Economia Política**, v.24, n.2 (94), abr.-jun.2004.
- CHESNAIS, F. **A mundialização financeira: gênese, custos e riscos**. São Paulo: Xamã, 1998.
- DAVIDSON, P. **Money and the Real World**. Nova Iorque: John Wiley and Sons, 1972.
- DIAS, Ana Maria C.; ZILBOVICIUS, Mauro, A produção face a financeirização. ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, 26, Fortaleza, **Anais...** Fortaleza: Departamento de economia da USP, 2006.
- FERRARI FILHO F. O legado do Plano Real: uma estabilização sem crescimento econômico. **Análise Econômica**, Porto Alegre v.19, n.35, mar.2001.
- FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. de **Globalização financeira: ensaios de macroeconomia**. Petrópolis: Vozes, 2004.
- FERRARI FILHO, F.; MENDONÇA, H.; SOBREIRA, R. Proposta de regime cambial para a economia brasileira. In: OREIRO J. L.; PAULA L. F.; Sicsú J. (Org.). **Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços**. Rio de Janeiro; Barueri: Fundação Konrad Adenauer; Manole, 2003. v.1 , p. 153-200.
- FILGUEIRAS, L. A. M. **Historia do Plano Real**. São Paulo: Boitempo, 2000.
- FREITAS M. C. P.; PRATES D. M. Abertura Financeira do Governo FHC: impactos e conseqüências. **Economia e sociedade**, Campinas, 2001.
- FRENKEL, Roberto. Esquema de inflation targeting e o objetivo de taxa de câmbio real nas economias em desenvolvimento”. In: SICSÚ J.; VIDOTTO C. (Org.). **Economia do desenvolvimento – teoria e políticas keynesianas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.
- GIMBIAGI, F. **Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

KEYNES J. M. **Teoria Geral do emprego, juros e da Moeda**. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1964.

KREGEL, J. A. Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 7, 1996.

KREGEL, J. A. **The Reconstruction of Political Economy**. Londres: MacMillan, 1973.

LAAN, C. R. V. D. **Liberalização da conta de capitais e evidências para o caso brasileiro recente (1990-2005)**. Rio de Janeiro: BNDES, 2007.

MINSKY, H. **John Maynard Keynes**. Nova Iorque: Columbia, University Press, 1975.

MOLLO, M. L. R. Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades monetárias: uma leitura de Minsky. **Economia Política**, v.8, n.1, jan.-mar.1988.

MOLLO, M. L. R.; AMADO, A. Globalização e Blocos Regionais: Considerações Teóricas e Conclusões de Política Econômica. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v.31, n.1, p.127-166, 2001.

OLIVEIRA, V. R. de. **Crises cambiais e ataques especulativos no Brasil: julho de 1994 a janeiro de 1999**. 2003. 76 f. il. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Economia) - Faculdade de Ciências Econômicas, PUCMG, Minas Gerais, 2003.

PHILON, D. A ascensão das finanças especulativas. **Economia e Sociedade**, Campinas, n.5, p.129-149, 1995.

SICSÚ J. **Emprego, Juros e Câmbio: finanças globais e desemprego**. Rio de Janeiro: Campus – Elsevier, 2007.

SICSÚ, J. Rumos da liberalização financeira brasileira. **Economia Política**, n.3, p.364-380, jul.-set.2006.

SICSÚ J.; VIDOTTO, C. **Economia do desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

SICSÚ J., OREIRO J. L.; PAULA L. F. **Agenda Brasil**. São Paulo: Manole, 2003.

SICSÚ J., PAULA L. F.; RENAUT M. **Novo-desenvolvimentismo: um projeto nacional de crescimento com equidade social**. São Paulo: Manole, 2005.

SINGER, P. **Para entender o mundo financeiro**. São Paulo: Contexto, 2000.

STIGLITZ, J. E. **A globalização e seus malefícios**. São Paulo: Futura, 2002.

VASCONCELLOS M. A. S. DE; LOPES L. M. **Manual de Macroeconomia**. São Paulo: Atlas, 2008.

VERÍSSIMO M. P., BRITO M. H., **Liberalização da conta de capital e fluxos de portfólio para o Brasil no período recente – Uberlândia**: Manole, 2004.

WILLIAMSON J. **A economia aberta e a economia mundial** – Um texto de economia internacional, Rio de Janeiro: Campus, 1996.