

## O (Des) Equilíbrio Externo e a Vulnerabilidade: Uma Abordagem sobre o Brasil 1993-2001

Artur da Silva Coelho\*  
Haroldo da Silva\*\*

*No caso do Brasil, constatam-se padrões de inserção Internacional que aumentam a vulnerabilidade externa do país e reduzem o grau de liberdade de políticas econômicas internas. A modernização conservadora, vulnerabilidade externa e manutenção de desequilíbrios internos, com estruturas aberrantes de riqueza, renda e poder, são termos da mesma equação.*

Reinaldo Gonçalves

**Resumo:** Este trabalho tem como objetivo analisar a situação externa do Brasil, no período de 1993 até 2001, quanto aos indicadores que podem ser relacionados à vulnerabilidade do país. Para lançar mão dessa finalidade, com o auxílio da observação conjuntural da SOBEET, buscamos traçar uma descrição das principais contas externas, desde o lançamento do Plano Real, bem como pontuar a discussão que se faz sobre vulnerabilidade. Sendo, de um lado, ressaltada a “Visão Crítica” e, de outro, a “Visão Governista” sobre o tema. E, por fim, lembrar alguns índices que servem como parâmetro para verificação do grau de risco a possíveis choques.

**Abstract:** This work has as a goal to analyze the external situation of Brazil, from 1993 to 2001, as to the indicators that can be related to the vulnerability of the country. For that purpose, with the aid of the observation in conjunction with SOBEET, we seek to trace a description of the main external accounts, since the launching of the *Plano Real*, as well as to punctuate the discussion that is made about vulnerability, being the “Critical View” enhanced on one side and the “Pro-Government View” about the theme on the other side. And finally, remember some indexes that serve as a parameter for the verification of the degree of risk to possible shocks.

**Palavras-chave:** Vulnerabilidade; Plano Real; Âncora Cambial; Passivo Externo; Reservas Internacionais.

**Key-words:** Vulnerability; *Plano Real*; Exchange Anchor; External Liability; International Reserves.

\* Mestre Desenvolvimento Econômico – UFPR prof. UNIBRASIL (ascol@unibrasil.com.br)

\*\* Mestre Desenvolvimento Econômico – UFPR prof. da Universidade Ibirapuera e Economista da Associação Brasileira da Indústria Têxtil. (E-mail: haroldo@coreconsp.org.br)

## O (DES) EQUILÍBRIO EXTERNO E A VULNERABILIDADE: UMA ABORDAGEM SOBRE O BRASIL 1993-2001

### Introdução

O Plano Real foi, indubitavelmente, o que obteve os melhores e mais céleres resultados no combate à persistente inflação brasileira. Fato raro no campo econômico: fez com que cientistas, economistas e políticos dos diversos matizes ideológicos<sup>1</sup> concordassem com seu bem-sucedido combate à inflação, superando inclusive vários programas de estabilização implantados em outros países, tais como em Israel, México e na Argentina.

Tendo como origem um programa de reforma monetária legitimamente doméstica, e sem o apoio do Fundo Monetário Internacional – que se colocara favorável à dolarização – o programa teve como principal trunfo uma brusca queda dos índices de preços. (CAMPA; CHANG & REFALO, 1999, p.8) chamam a atenção ao que o Plano Real se propunha, assim como os resultados, em certa medida, rapidamente alcançados:

*The Real Plan, introduced in December 1993 by Finance Minister Fernando Henrique Cardoso, differed from the previous plans in that it directly addressed the problem of inflationary expectations (...). The result of the Real Plan was a reduction in inflation from 50% per month, as of June 1994, to less than 2% per month by the end of the year. Inflation has since then continued to drop, and in May 1998, 12-month inflation was 3.12%, its lowest value since November 1949.*

Sem embargo, em um estudo promovido pelo BNDES, (PINHEIRO; GIAMBIAGI & GOSTKORZEWICZ 1999, p.22) reiteram: “O principal êxito do Plano Real, no primeiro mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso, foi a eliminação do maior problema da economia brasileira até 1994: o fenômeno da ‘superinflação’.”.

Dessa forma, verifica-se que existe consenso em relação ao *inexorável*<sup>2</sup> sucesso do Plano Real – com forte impacto eleitoral – quanto a conter, rapidamente, a espiral inflacionária que foi marcante na história recente do país. Conforme pode ser constatado no GRÁFICO 1.

É importante sublinhar, todavia, que se pretende analisar, no âmbito deste trabalho, outros pontos inerentes ao plano de estabilização. Ademais, os persistentes desequilíbrios verificados na balança comercial que, mesmo após a forçosa maxi-desvalorização de janeiro de 1999, em decorrência de um ataque especulativo impar,

<sup>1</sup> Dentre eles podemos destacar: (CARDOSO, 1994, p. 262); (BACHA 1998, p.11); (DELFIN NETTO, 1998, p. 727); (SINGER, 1998, p. 209); (TAVARES, 1999, p. 93).

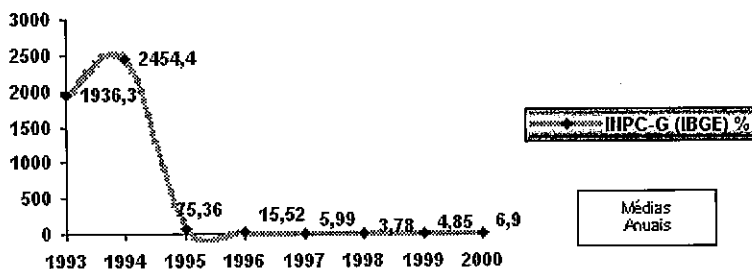
<sup>2</sup> Apesar da aparente harmonia quanto a realização do objetivo principal do Plano Real que era acabar com a inflação dita inercial, há que se observar o seguinte trecho do artigo publicado no Estado em 30 de junho deste ano (BETING, 2001, p. E2): “Segurem-se nas poltronas: o real acumula, de julho de 1994 a junho de 2001, um IGPM de quase 206% (ou 204,67% até maio). Na ponta do varejo ou do consumo, o poder de compra da moeda, que se quer cada vez mais robusta, nesse mesmo curso de sete anos, sofreu uma erosão de ponta a ponta de 211% no IPC (dentro do IGPM). Ou de 198% no IPCA do IBGE, alugado como medida oficial das metas inflacionárias do Banco Central.”

ARTUR COELHO  
HAROLDO DA SILVA

ainda não foram favoravelmente revertidos,<sup>3</sup> bem como a ampliação da vulnerabilidade das contas externas *vis-à-vis* ao período anterior ao Plano Real, iniciado em 1994, adquirem aspecto central na sustentabilidade do crescimento econômico brasileiro. Outrossim, a constatação da alteração na posição brasileira de, historicamente exportadora líquida, para importadora contumaz e, sobretudo, a resultante degradação do Passivo Externo Líquido (PEL), servirão de ponto de partida para a análise que formular-se-á.

O presente trabalho discute, portanto, como as contas externas brasileiras podem indicar maior suscetibilidade às variações no cenário internacional. Some-se a isso, a ampliação da dependência de recursos externos para financiar-se em moeda forte, tomando por base teórica macroeconômica o modelo IS-LM de John R. Hicks e BP de Robert Mundell e Marcus Fleming, amparado ainda na observação conjuntural da (SOBEET 2001).

GRÁFICO 1 – TAXAS ANUAIS DE INFLAÇÃO NO BRASIL



Fonte: Indicadores Básicos Fundap.

Dessa forma, este texto pretende, por meio de uma descrição analítica das principais contas nacionais, enquadrar a posição brasileira quanto às suas variáveis macroeconômicas, em um ambiente de ampla abertura comercial, assim como maior

<sup>3</sup> Explicação plausível pode ser a defasagem abordada na “curva em J”. Ver (RIVEIRA-BATZ & RIVEIRA-BATZ, 1994, pp. 402-404). Sumarizando, trata-se de uma deterioração momentânea do saldo comercial que, mesmo após uma desvalorização, ainda que a condição de Marshall-Lerner seja satisfeita, poderá ocorrer impacto recessivo no curto prazo. Para (GONÇALVES; CANUTO; BAUMANN & PRADO, 1998, p. 216): “[Quando das desvalorizações] Há dois efeitos em curso, definindo o resultado. De um lado, o efeito-terms-de-troca: localmente, aumentam os preços locais das importações e mantêm-se os preços dos exportáveis, enquanto externamente se reduzem os preços das exportações. Se não há mudanças nas quantidades, o saldo comercial diminui, tanto em divisas quanto em moeda local. De outro lado, tem-se o efeito-competitividade, pelo qual sobem os volumes de exportação e caem os de importação (...) Um aspecto relevante é o fato de que os dois efeitos exigem tempos distintos para atuar plenamente e, portanto, a soma efetiva de elasticidades na condição de Marshall-Lerner depende do período de análise. Enquanto o efeito terms-de-troca é imediato, o efeito-competitividade toma algum tempo.”

**O (DES) EQUILÍBRIO EXTERNO E A VULNERABILIDADE:  
UMA ABORDAGEM SOBRE O BRASIL 1993-2001**

liberalização aos movimentos de capitais cada vez mais vultosos,<sup>4</sup> sobretudo se comparados às reservas oficiais, e que, como resultado normal, provocam, ao mesmo tempo, volubilidade em um sistema intrinsecamente instável, como o capitalismo moderno (MINSKY in FERNANDEZ 2001, p.5).

O texto é composto por outras três partes, além dessa introdução. Na primeira, discorrer-se-á sobre um enquadramento teórico, basicamente por meio da verificação das variáveis envolvidas, bem como os efeitos e as relações entre elas, ou seja, se endógenas ou exógenas e se variam direta ou inversamente. Na segunda, analisaremos os mecanismos utilizados para alcançar a meta principal do Plano, qual seja, combater a inflação e suas implicações quanto à vulnerabilidade externa além da necessidade de influxos para o financiamento do Passivo Externo Líquido e, por fim, na terceira, as conclusões serão apresentadas.

**Formalização**

Antes de entrar no texto, propriamente dito, conviria, rapidamente, enquadrar teoricamente. Desse modo, apresentamos as seguintes equações em diferenças e suas variáveis exógenas e endógenas, conforme segue:

<p><b>IS: <math>Y = f_1(G, r, X_L)</math></b>  <math>\partial Y / \partial G \cdot dG + \partial Y / \partial r \cdot dr + \partial Y / \partial X_L \cdot dX_L</math>                      Sendo: <math>\partial Y / \partial X_L \cdot dX_L &gt; 0</math>;  <math>\partial Y / \partial r \cdot dr &lt; 0</math>;  <math>\partial Y / \partial G \cdot dG &gt; 0</math>.</p>	<b>Equação 1</b>
<p><b>LM: <math>r = f_2(Q_M, P, Y)</math></b>  <math>\partial r / \partial Q_M \cdot dQ_M + \partial r / \partial P \cdot dP + \partial r / \partial Y \cdot dY</math>                      Sendo: <math>\partial r / \partial Q_M \cdot dQ_M &lt; 0</math>;  <math>\partial r / \partial P \cdot dP &gt; 0</math>;  <math>\partial r / \partial Y \cdot dY &gt; 0</math>.</p>	<b>Equação 2</b>
<p><b>BP: <math>TC + TK = X_L + \theta = f_3(Y, \theta) + f_4(r, X_L, R)</math></b>                      Sendo: <math>\partial X_L / \partial Y \cdot dY &lt; 0</math>;  <math>\partial X_L / \partial \theta \cdot d\theta &gt; 0</math>;  <math>\partial \theta / \partial X_L \cdot dX_L &gt; 0</math>;  <math>\partial \theta / \partial r \cdot dr &gt; 0</math>;  <math>\partial \theta / \partial R \cdot dR &lt; 0</math>.</p>	<b>Equação 3</b>

<sup>4</sup> “Segundo estimativas de Economistas do FMI, existe entre EUA, Europa e Japão uma massa de capitais de US\$ 70 Trilhões a procura de melhores posições.” YOSHIAKI NAKANO (FGV/SP). No VI – Encontro Nacional de Economia Política e I – Colóquio Latino-Americano de Economistas Políticos. Sessão Esp. 1. Além disso, segundo (EICHENGREEN, 1998, p.2): “The growth of private capital markets has exposed the small scale of official reserves relative to private liquidity. The revolution of information and communications technologies has made it very much more difficult to stop. Capital inflows and outflows at the border.”

**ARTUR COELHO  
HAROLDO DA SILVA**

Onde:

Y = Nível de equilíbrio da atividade econômica;

G = Gasto do governo;

r = Taxa de juros de equilíbrio;

$X_L = (X-M)$  = Exportações líquidas de equilíbrio;

$O_M$  = Oferta real de moeda;

P = Preço interno;

TC = Transações correntes;

TK = Transações de capital;

$\theta = R\$/US\$$  = Taxa nominal de câmbio de equilíbrio;

R = Reservas cambiais;

$k = (P^*/P)$  = Taxa de câmbio real;

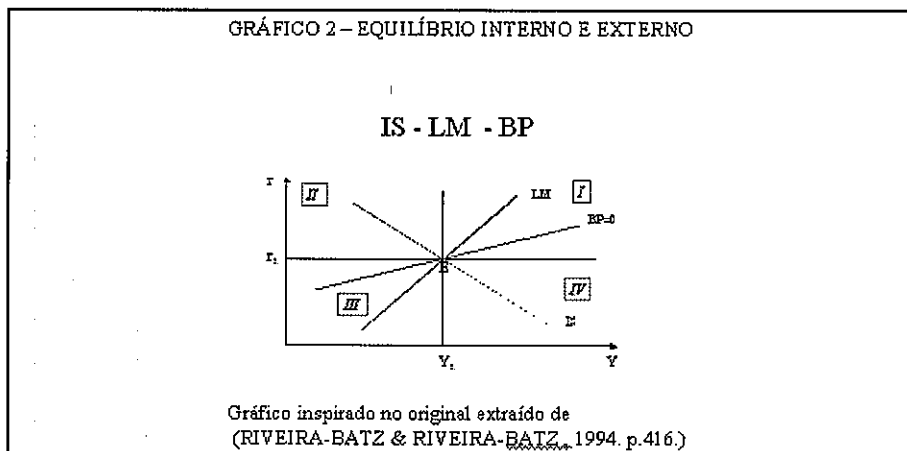
P\* = Preço internacional.

Dessa maneira, podemos, agora, verificar as relações existentes entre as variáveis acima descritas. Primeiramente, as relativas à curva IS (1), pois nela, o impacto sobre a variação de Y se dá por meio das variáveis exógenas G e  $X_L$ , portanto, inversamente à variação da taxa de juros r; no que concerne ao mercado monetário, representado pela curva LM (2), as variáveis exógenas são  $O_M$  e Y provocam alterações inversas e diretas sobre a variação de r, respectivamente. Por outro lado, quanto ao setor externo da economia representado por intermédio da curva BP<sup>5</sup> (3), observamos  $X_L$  como variável endógena, a qual varia inversamente em relação ao Y e diretamente quanto à variação de  $\theta$ , já que uma elevação (redução) em  $\theta$  temos uma desvalorização (valorização) cambial que, conseqüentemente, faz aumentar (diminuir)  $X_L$ ; o saldo das transações de capital, representado em  $\theta$  como endógena, varia, por intermédio do mercado de câmbio, diretamente com as mudanças nas variáveis exógenas r e  $X_L$ . Por fim, denota-se que elevando-se (reduzindo-se) R, obtemos aumento (diminuição) na oferta monetária interna,<sup>6</sup> gerando, dessa forma, uma pressão de baixa (alta) em .

<sup>5</sup> A inclinação da curva BP é a representação gráfica de uma mobilidade imperfeita de capitais, isto é, existem, por menores que sejam, algumas restrições, de qualquer natureza, à saída de capitais, uma vez que a curva com plena mobilidade seria totalmente elástica. Em (ROMER, 2001, p. 232): "The assumptions that there are no barriers to capital movements between countries and that investors are risk-neutral are surely too strong. Transaction costs and the desire to diversify, for example, cause investors not to pull all their wealth into a single country's assets in response to a small difference in expected returns. It is therefore natural to consider the effects of imperfect capital mobility."

<sup>6</sup> Podendo ser esterilizada, ou não. Conforme (RIVEIRA BATZ & RIVEIRA BATZ, 1994, p. 410): "With imperfect capital mobility sterilization is a feasible policy in the short run, although over the longer run the central bank runs the risk of running out of foreign exchange reserves." Por outro lado, segundo (GONÇALVES; CANUTO; BAUMANN & PRADO, 1998, p.197): "Saldo de compen-

## O (DES) EQUILÍBRIO EXTERNO E A VULNERABILIDADE: UMA ABORDAGEM SOBRE O BRASIL 1993-2001



Feitas, portanto, as observações teóricas, fundamentalmente, após a apresentação das variáveis e das correlações verificadas, abre-se espaço para a análise particular do Brasil no período pós-Plano Real.

### A Âncora Cambial como Estratégia de Estabilização

A despeito da especificidade e lançado em um momento peculiar de notável liquidez internacional,<sup>7</sup> bem como com o propósito nuclear de dirimir o problema inflacionário, o Plano Real trouxe outras implicações<sup>8</sup> à economia brasileira, comparáveis, metaforicamente, talvez, aos efeitos colaterais de determinadas drogas ministradas a pacientes com um quadro contendo algum grau de complicação.

sações oficiais do balanço de pagamentos (iguais ao saldo global, no caso) afetam o estoque de moeda por meio das variações nas reservas externas do banco central (res) e dos concomitantes lançamentos nas contas passivas. Chama-se de 'esterilização' a um movimento de política monetária pelo qual o banco central compensa tal impacto monetário no balanço de pagamentos mediante manipulação dos itens do Crédito do Banco Central (CBC)."

<sup>7</sup> "...a recuperação econômica da região nos anos noventa contou com o ingresso de importantes volumes de capitais externos na maior parte dos países da América Latina. Isso parece estar colocando hoje pressões significativas na conta capital, que poderiam traduzir-se no futuro na necessidade de obter superávits comerciais expressivos, comprometendo a continuidade do crescimento econômico – como fora observado nos anos oitenta (PORCILE & CURADO, 2000, p. 13)." (Grifos nossos)..

<sup>8</sup> "Uma das principais conseqüências do Plano Real é ter agravado o peso da restrição externa na determinação dos rumos e possibilidades de crescimento da economia brasileira – a 'ancoragem' da estabilização no binômio aumento das importações/absorção de recursos externos constitui um eixo comum aos programas de ajuste aplicados recentemente na América Latina, com resultados pouco duradouros nos equilíbrios macroeconômicos." (TAVARES, 1999, p. 84).

ARTUR COELHO  
HAROLDO DA SILVA

Amparado em uma âncora cambial,<sup>9</sup> na qual R\$ 0,83 já foram suficientes para cada dólar, o Real transformou todo o comércio internacional brasileiro. Concomitantemente, os juros altos fragilizavam as finanças públicas e, sobretudo, diminuíam a possibilidade do produtor nacional concorrer com os produtos importados, além de promover a perda de mercado externo.

A balança comercial teve sua estrutura modificada. Linhas inteiras de produção foram desativadas, ao passo que importar tornava-se vantajoso. Vale dizer, o coeficiente de abertura da economia era bastante ampliado. Para (CINTRA 1999, p.10): “O recente ciclo de investimento estrangeiro direto elevou a propensão a importar e reduziu a propensão a exportar da economia. Dessa forma, o crescimento industrial passou a responder pela intensificação dos desequilíbrios comerciais e a ‘confiança’ dos agentes econômicos na capacidade do parque produtivo brasileiro gerar os excedentes cambiais necessários à cobertura do déficit nas transações correntes foi sendo minada.”

Mas a pergunta relevante é: até que ponto seremos financiados e poderemos continuar sacando “a descoberto” do exterior?

A economia brasileira guiada pelo “projeto conseqüente”, segundo (FRANCO 1998, p.126): “...um projeto conseqüente (portanto, livre de charlatanismo populista) de crescimento com redução da pobreza e da concentração de renda, haverá de ter como elemento central a aceleração da taxa de crescimento da produtividade, o que, necessariamente, haverá de ter lugar com a superação da SI [Substituição de Importações] e o aprofundamento da abertura.”

Não obstante, no governo do presidente Fernando Henrique Cardoso o processo de abertura da economia ganhou dinamismo, bem como foram eliminadas várias restrições existentes ao ingresso de capitais externos e, dessa forma, deu-se a inserção brasileira “na vida internacional”. Para o então candidato à Presidência da República, em sua proposta de governo constava (CARDOSO, 1994, p. 271): “Em suma, queremos (...) *um modelo de participação na vida internacional*, de abertura para o mundo, que leve o Brasil a ver o sistema internacional como um campo de oportunidades para a realização dos interesses nacionais...” (Grifos no original).

Resumidamente, o câmbio sobrevalorizado, desde o início do Plano, seria a pedra fundamental para conter qualquer iniciativa de aumento de preços (*tradables*), pois produtos estrangeiros com preços “competitivos” estavam à disposição do consumidor nacional. Pelo lado das reformas, o Estado se comprometia em abandonar o aparelho produtivo, deixar ao mercado e às suas “sábias decisões”, a incumbência de investir e modernizar os setores/empresas privatizadas.

<sup>9</sup> A âncora cambial envolve a determinação e a manutenção de um certo patamar para a taxa nominal de câmbio ou de sua evolução ao longo do tempo ou, ainda, faixas de variação (bandas cambiais) para aquela taxa. As bandas podem ser reajustadas periodicamente, mas o fato é que a flutuação da taxa de câmbio no mercado torna-se constrangida pelas metas, o que implica comprometimento do governo ou do banco central com a cobertura de excessos de demanda ou de oferta de moeda estrangeira, mediante uso de suas reservas. (CANUTO, 1999, p. 8).

## O (DES) EQUILÍBRIO EXTERNO E A VULNERABILIDADE: UMA ABORDAGEM SOBRE O BRASIL 1993-2001

Desregulamentação dos mercados, privatização do setor público e redução do Estado tornavam-se o tripé do “projeto conseqüente”, também chamado por (TAVARES, 1999, p. 108) de “A Marcha da Insensatez”, pois tinha como premissas: abertura financeira, sobrevalorização cambial e juros altos. Ou seja, complementarmente, uma política de juros altos inibia os investimentos produtivos, por um lado, e, por outro, incentivava a entrada de capitais de curto prazo, com aparente absorção de poupança externa (pós-1991), predominantemente por conta da arbitragem, uma vez que a taxa de juros internacional estava em baixa (GONÇALVES; CANUTO; BAUMANN & PRADO, 1998, p. 324).

Para (UNGER, 1999, p. 12) o caminho escolhido teria sido o do realismo. Segundo ele:

Tudo parece demonstrar aos detentores do poder o acerto da submissão à Nova Roma (os Estados Unidos, representados pelo Departamento do Tesouro, por Wall Street e pelo biombo chamado FMI). O caminho, dizem, é único e estreito. Escaldados pelas heterodoxias custosas de um passado ainda recente, e confiantes em gente que pensa e atua de acordo com as idéias da Nova Roma, prevêem a lenta reconciliação do País com o realismo: realismo fiscal, realismo previdenciário, realismo salarial, realismo sobre o que o Estado é e não é capaz de fazer pelo Brasil.

Vale frisar, o ingresso de Investimento Direto Externo (IDE), que pode reduzir o grau de vulnerabilidade do país às mudanças nas condições econômicas e financeiras internacionais no curto e médio prazo, em decorrência de sua menor volatilidade, mas, não necessariamente no longo prazo. O IDE, sem dúvida, teve papel preponderante depois da abertura. Contudo, eventuais efeitos positivos dependem da sua natureza e do seu direcionamento interno (PRATES, 1997). Destarte, ao que se observa, esses recursos serviram, em grande parte, para fusões e aquisições de empresas já instaladas, incluídas as estatais. Portanto, são meras transferências de propriedade; natureza e direcionamento que não são, fundamentalmente, os mais apropriados para a geração de superávits comerciais.

Assim, uma injeção de recursos que terá, como conseqüência, a remessa futura de lucros e dividendos,<sup>10</sup> que, somada aos juros, saltou de US\$ 11,5 bilhões em 1996 para US\$ 18 bilhões em 2000 TABELA 1. Dessa forma, mais pressões para futuros superávits comerciais, já que todo investimento requer remuneração ao acionista. Some-se a tudo isso, o fato de que, para modernizarem-se, as empresas estrangeiras trouxeram equipamentos, máquinas e, sobretudo, mão-de-obra – gerentes e diretores – de seus países de origem.

<sup>10</sup> Nos últimos seis anos, acumulamos um déficit em conta corrente de cerca de US\$ 160 bilhões, muito mais para consumir do que para investir. Ele foi coberto com a venda do patrimônio privado e público ao capital estrangeiro. O Passivo Externo Líquido beira hoje US\$ 400 bilhões e precisa ser servido anualmente. Vendemos a casa que vovô nos deixou como herança, para comer uns sanduíches no McDonald's. E este, ironicamente, ainda remete royalties! (DELFIN NETTO, 2001. ano VII, Nº 146).



**ARTUR COELHO  
HAROLDO DA SILVA**

Não é demais repetir: parcela significativa do IDE foi empregada no setor de serviços com produção voltada para o mercado interno e que, no curto prazo, não geram divisas exportáveis e, contrário a isso, demandam importações.

Tabela 1 – Evolução das remessas ao exterior

US\$ milhões						
Discriminação	1995	1996	1997	1998	1999	var. % 1995-99
Juros (líquidos)	(8.158)	(9.173)	(10.390)	(11.948)	(15.164)	85,88
Amortizações (pegas)	(11.023)	(14.419)	(26.021)	(30.677)	(45.353)	311,44
Lucros e dividendos	(2.590)	(2.273)	(5.597)	(7.181)	(4.058)	56,68
<b>Total</b>	<b>(21.771)</b>	<b>(25.865)</b>	<b>(42.008)</b>	<b>(49.806)</b>	<b>(64.575)</b>	<b>196,61</b>

Fonte: Relatório Anual BCB, 1996, 97, 98, 99, Balança de Pagamentos

Com relação ao decantado aumento da produtividade da economia brasileira, todos os índices apontam para uma elevação considerável dela, mas o que se verifica é que, mesmo com esse enorme aumento, conseguido às vezes por terceirizações questionáveis, subemprego, degradação dos empregos formais, etc., ainda assim, não foi suficiente para dinamizar as exportações e permitir crescimento sem ampliação do desequilíbrio externo.

Não há alquimia. Embora não seja tarefa trivial, a resposta parece ser que a necessidade de gerar superávits não está mais no futuro, ou, ao menos, o futuro chegou e em se tratando de comércio internacional o que vale é o pragmatismo, não as intenções.

### **Vulnerabilidade Externa**

A vulnerabilidade externa brasileira remonta ao início do processo de “transformação da estrutura da dívida”. No final dos anos 60 quando os empréstimos brasileiros junto às agências governamentais e organismos internacionais somavam acerca de 43% da dívida externa. Em 1973, esse percentual cai para 23%.

Dessa maneira, o mercado privado tornava-se o principal credor da dívida externa brasileira. Com efeito, essa substituição acarretou em um custo mais elevado e, conseqüentemente, taxas de juros superiores, bem como submeteu o Brasil à “tirania dos mercados financeiros” e ao “rentismo”.

Destarte, é importante pontuar a discussão travada, na primeira metade da década de 90, quanto às origens da vulnerabilidade externa. Portanto, pretende-se chamar a atenção para diferentes interpretações abordadas. Por um lado, a chamada “visão crítica” e, por outro, em contraste com esta, a definida como “visão governista”.

## O (DES) EQUILÍBRIO EXTERNO E A VULNERABILIDADE: UMA ABORDAGEM SOBRE O BRASIL 1993-2001

Na primeira, vulnerabilidade se explica pela natureza da inserção internacional brasileira. Segundo (GONÇALVES, 1994, p. 158):

Contrariamente à argumentação predominante do debate político-econômico nacional, a questão central para o Brasil não é tanto o grau, mas, principalmente, a natureza da sua inserção internacional. Neste sentido, o grau de internacionalização da economia brasileira é tão elevado que transforma a questão da inserção internacional do país numa questão de vulnerabilidade externa nas áreas produtiva-real, monetária-financeira, comercial e tecnológica.

No que diz respeito à segunda corrente, a resposta estaria associada a outra justificativa. Qual seja, de acordo com (FRANCO, 1998, p. 140):

“A moral da história é simples: quanto mais fechada a economia mais difícil é fazer o ‘ajustamento externo’ e mais propensa à instabilidade macroeconômica a economia deverá ser. Assim sendo, a industrialização que busca a auto-suficiência aumenta a vulnerabilidade externa e não diminui (...) Cumpre, portanto, ter claro que o novo modelo de crescimento que temos de redefinir deve contelepar (sic) um grau de abertura substancialmente maior – talvez o dobro ou o triplo – do que hoje temos, se é que queremos evitar que essa vulnerabilidade externa prejudique nosso crescimento daqui para adiante.”

Surge, *pari passu*, a tendência em se apresentar como axiomas (leia-se produtividade) certas concepções que, em verdade, requerem comprovações e que, examinadas cuidadosamente, muitas vezes se mostram insustentáveis.

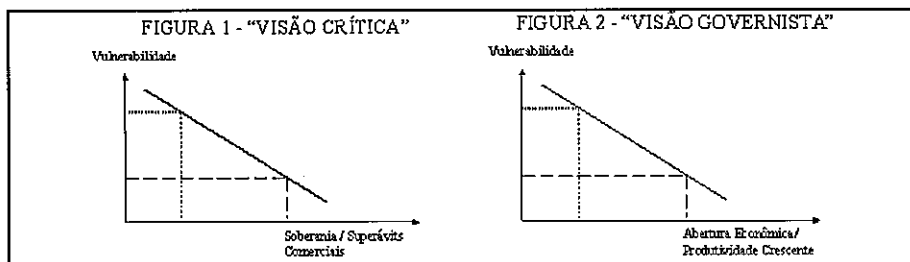
Valendo-nos das vantagens em se analisar fatos *ex-post*, e, portanto, verificando que, mesmo após a intensificação do processo de abertura econômico/financeiro engendrado pelo atual governo, pôde-se concluir que a “visão governista” estava, em essência, equivocada, tendo em vista que, após uma década de reformas, a economia do Brasil permanece vulnerável. O que não significa, automaticamente, afiançar, sem apelo, a “visão crítica”. É importante frisar, contudo, que essa última mostra-se mais palatável, acerca dos recentes acontecimentos.

Prova irrefutável disso são os choques sofridos pela economia brasileira após as Crises Russa, Argentina e a atual flutuação da cotação do dólar (acima de R\$ 2,50), que fizeram com que o Banco Central brasileiro buscasse auxílio de US\$ 10,8 bilhões no exterior, dos quais US\$ 1,3 bilhão irá reforçar as reservas para eventuais intervenções no mercado cambial, enquanto o restante, US\$ 9,5 bilhões, será colocado no mercado para dirimir a perda de capitais estrangeiros.

Resumindo, graficamente teríamos a seguinte configuração, diferenciando as visões descritas:

Figuras 1 & 2 – Diferenças fundamentais entre as visões crítica e governista

ARTUR COELHO  
HAROLDO DA SILVA



Inegavelmente, diante disso, o Banco Central admite que foi a crise no balanço de pagamentos que trouxe instabilidade ao mercado cambial, exigindo, freqüentemente nos últimos dias, “intervenção linear homeopática”, por parte da autoridade monetária.

O aprofundamento da Crise Argentina<sup>11</sup> fez com que o governo brasileiro tentasse buscar o ajustamento externo, por intermédio da tolerância diante de uma desvalorização forte do Real e pela convencionalidade em elevar os juros para desacelerar a expansão da economia (NARETTO, 2001, p. 16). Esse fato depõe a favor das afirmações de que a vulnerabilidade externa brasileira pode ser muito maior do que se supunha, a partir dos *fundamentals* da economia.

Desse modo, o conceito de vulnerabilidade que norteará esse trabalho, portanto, encontra respaldo na “visão crítica”. Assim, ainda conforme (GONÇALVES, 1994, p. 159):

A vulnerabilidade externa significa uma baixa capacidade de resistência frente à influência de fatores desestabilizadores externos ou choques externos. A vulnerabilidade externa envolve, portanto, uma significativa fragilização do país frente a fatores desestabilizadores externos. O conceito de vulnerabilidade externa complementa o de (falta de) soberania nacional. Soberania nacional é entendida aqui como a possibilidade de o governo de um determinado país realizar sua própria vontade independentemente de posição e atuação de agentes econômico-políticos residentes em outros países.

Nos últimos anos o governo ficou, se não de forma negligente, ao menos de maneira passiva, observando à medida que a situação econômica do País deteriorava-se velozmente. As dificuldades externas têm sistematicamente sido agravadas. O Banco Central tem, por meio das reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom), adotado uma política monetária de aumentos sucessivos de juros e, sobretudo, juros que já estavam em patamares elevados. Verificou-se que na última reunião no dia 23 de maio,

<sup>11</sup> “A Argentina, que quis ser o melhor aluno do FMI, está entregue na mão de economistas que estão no ‘sentido comum’ em que a economia parece ser tratada como algo que tende ao piloto automático em que não se possa, ou se deva, fazer intervenção alguma a não ser as provenientes do mercado”. (JOSÉ LUIS CORAGGIO - ARGENTINA) 14/06/01. No VI – Encontro Nacional de Economia Política e I – Colóquio Latino-Americano de Economistas Políticos.

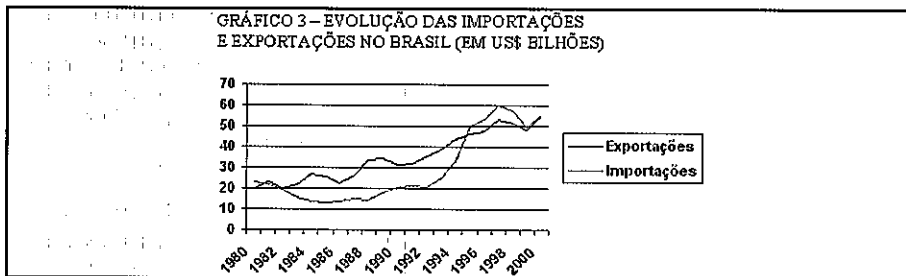
## O (DES) EQUILÍBRIO EXTERNO E A VULNERABILIDADE: UMA ABORDAGEM SOBRE O BRASIL 1993-2001

pela terceira vez consecutiva no ano, houve outro aumento da taxa Selic, que passou de 16,25% para 16,75%, com viés neutro. Segundo a Ata emitida pelo órgão, a medida foi tomada em decorrência da persistência das pressões inflacionárias, advindas da demanda aquecida, da desvalorização cambial e, mais do que isso, dos potenciais efeitos da crise energética em relação aos preços.

### Análise Empírica

A razão básica para o desarranjo nas contas externas e, dessa forma, a ampliação da vulnerabilidade é, particularmente, a incapacidade na geração de superávits comerciais efetivos e que possam, portanto, financiar com tranqüilidade a necessidade de moeda forte. Ou seja, divisas para que o País possa honrar seus compromissos, mantendo a confiança dos credores em poder realizar, a qualquer momento, sua riqueza.

Conforme podemos observar, claramente, no GRAFICO 3 a partir de 1995 a balança comercial brasileira, na contra-mão da necessidade, mudou de rumo. Isto é, superávits apresentados em quase todos os anos 80 e no início dos anos 90 (exceção ao ano de 80 em que tivemos US\$ 23 bilhões de importações contra US\$ 20,1 bilhões de exportações), foram alterados para déficits contundentes. Não coincidentemente, 1995 foi o ano de início efetivo do Mercosul e, diante disso, houve a redução de tarifas de importação, paralelamente à moeda sobrevalorizada. Como resultado desse processo não caberia outra coisa; senão o aumento das importações em mais de 50% constatado na TABELA 2.



A situação só não foi mais grave, tendo em vista que o preço das exportações cresceu e o preço das importações permaneceu inalterado. Nessas circunstâncias as relações de troca, no período de 94 até 98, melhoraram a favor do Brasil (DELFIN NETTO, 1998, pp. 728 e 729).

Vale dizer que, por um lado, as exportações mantiveram seu *quantum* praticamente estável, diferentemente aos anos anteriores ao Real, nos quais ocorreram pequenos incrementos. E, por outro, no tocante às importações, pôde-se notar que o volume físico delas cresceu, em muito, no período logo após o Plano de Estabilização.

**ARTUR COELHO  
HAROLDO DA SILVA**

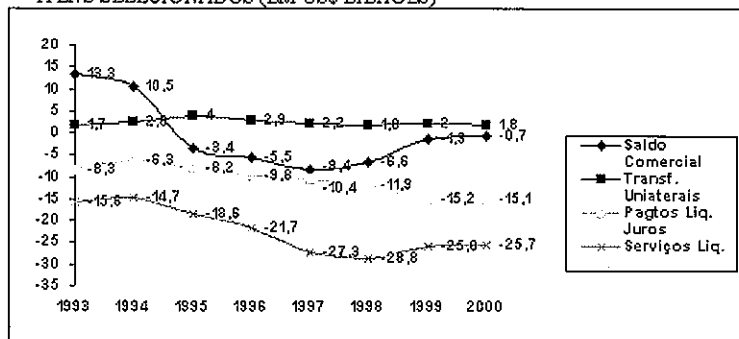
**TABELA 2 – BALANÇA COMERCIAL BRASIL- FQB (EM US\$ MILHOES)**

Discriminação	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Var. (%) 2000/99
<b>EXPORTAÇÃO</b>	<b>43.545</b>	<b>46.506</b>	<b>47.747</b>	<b>52.990</b>	<b>51.140</b>	<b>48.011</b>	<b>55.086</b>	<b>14,7</b>
Básicos	11.058	10.969	11.900	14.474	12.977	11.828	12.561	6,2
Produtos Industrializados	31.852	34.711	35.026	37.672	37.507	35.311	41.027	16,2
Semi- Manufaturados	6.893	9.146	8.613	8.478	8.120	7.982	8.499	6,5
Manufaturados	24.959	25.565	26.413	29.194	29.387	27.329	32.528	19,0
Operações Especiais	635	826	821	844	656	872	1.498	71,8
<b>IMPORTAÇÃO</b>	<b>33.078</b>	<b>49.972</b>	<b>53.361</b>	<b>59.747</b>	<b>57.730</b>	<b>49.272</b>	<b>55.783</b>	<b>13,2</b>
Mat.-Primas e Bens Intermed:	13.634	22.509	24.560	26.014	26.813	24.042	28.524	18,6
Bens de Consumo	5.314	10.916	9.768	11.233	10.712	7.418	7.307	-1,5
Comb. e Lubrificantes	4.342	5.219	6.220	5.824	4.107	4.257	6.362	49,4
Bens de Capital	9.788	11.328	12.753	16.676	16.098	13.555	13.590	0,3
<b>SALDO</b>	<b>10.467</b>	<b>-3.466</b>	<b>-5.554</b>	<b>-6.757</b>	<b>-6.590</b>	<b>-1.261</b>	<b>-697</b>	<b>-</b>

Fonte: SECEX

Outra observação, que vale a pena destacar, é a de que a conta de serviços apresenta rigidez estrutural, ou seja, tende a permanecer deficitária. Nela estão inclusos os pagamentos de juros, que evoluíram crescentemente, conforme pode ser constatado no GRÁFICO 4, o qual apresenta, também, o comportamento dos serviços de forma abrangente.

**GRÁFICO 4 – EVOLUÇÃO DO BALANÇO DE CONTAS CORRENTES  
-ITENS SELECIONADOS (EM US\$ BILHÕES)**



A linha que representa os pagamentos de juros líquidos, no gráfico acima, pode facilmente demonstrar o efeito draconiano que eles têm, acerca do Passivo Externo Líquido (PEL) nacional. Estima-se que, somente para honrar os compromissos assumidos para os próximos 12 meses o País precisará de US\$ 54 bilhões de dólares. Haja desvalorização e juros altos!

De acordo com o presidente da SOBEET:

O PEL (Passivo Externo Líquido), que era de US\$ 178 bilhões em 1993, praticamente dobrou, atingindo, em 2000, o montante de US\$ 355 bilhões, o equivalente a 60% do

## O (DES) EQUILÍBRIO EXTERNO E A VULNERABILIDADE: UMA ABORDAGEM SOBRE O BRASIL 1993-2001

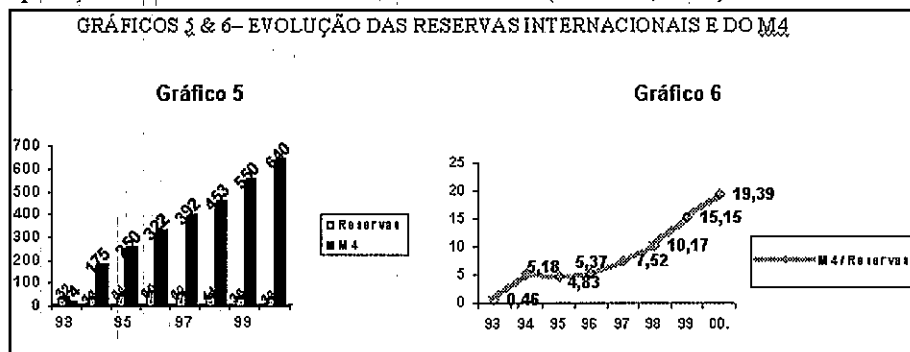
PIB, ou mais de seis vezes o volume das exportações anuais. A estimativa para 2001 é que ocorra uma elevação para US\$ 382 bilhões, o que faz que a taxa de crescimento médio do PEL no período 1993-2001 atinja 10% ao ano.

(LACERDA, 2001, p. b2)

Analisando ainda o PEL, que está em torno de 60% do PIB nos últimos dois anos e que, conforme estudo realizado pelos economistas Paulo Pereira Miguel FEA/USP e José Antônio Rodrigues da Cunha PUC/Rio, deveria ser de, no máximo, 45,2% para evitar o aumento da vulnerabilidade externa do Brasil. Nessa direção é razoável, portanto, supor que ele seja um excelente indicador da conexão existente entre o desequilíbrio das contas externas e a vulnerabilidade.

Outra importante forma de mensurar a vulnerabilidade de uma economia, como a brasileira, e que vem ganhando espaço junto aos analistas especializados é a dimensão entre M4/Reservas Internacionais, por essa razão, apresentamos os GRÁFICOS 5 e 6 que tratam que tratam exatamente disso, bem como da proporcionalidade entre as duas variáveis.

Vale lembrar, contudo, que o volume de reservas necessário para obstar uma crise cambial é inversamente proporcional ao prazo do PEL, assim como à liquidez das aplicações financeiras dos investidores residentes (PRATES, 1997).



No limite, os gráficos corroboraram no sentido de que as reservas permaneceram, de certa maneira, estáveis, enquanto o M4 cresceu de forma exponencial. Mais precisamente, comparando-se os valores de 1993 com 2000, o M4 cresceu 4.228% no período e, destaque-se, é que dos itens os quais o compõe e cujo maior aumento foi verificado é exatamente o M2, que cresceu 6.325%.

Acredita-se que todo esse montante, representado pelo M4, possa ser enviado ao exterior, sob forma líquida. Assim, isso poderia requerer mais do que 19 vezes as reservas internacionais atuais.

Alternativamente, pode-se sugerir outro indicador como medida à vulnerabilidade externa, com relação às contas fiscais, definido por (IZE, 1993, p. 82):

### Equação 4

**ARTUR COELHO  
HAROLDO DA SILVA**

Onde  $\Delta$  é o desvio padrão do déficit primário – que pode ser calculado com base nos dados históricos recentes – e  $R$  é o estoque corrente das reservas líquidas disponíveis em moeda estrangeira, o que, segundo o autor, pode inclusive contar com linhas de crédito disponíveis para o governo. Nota-se, contudo, que um  $\Delta$  com valor elevado pode significar que a base tributária do país seja dependente, em grande parte, do preço de uma única mercadoria, levando-o, por conseguinte, a ser mais suscetível aos distúrbios exógenos.

### Conclusões

Ao analisar os fundamentos macroeconômicos brasileiros infere-se que a economia está em algum ponto da área III do GRÁFICO 2. Equivale dizer, em uma posição abaixo da linha que representa o  $BP=0$  – Balanço de Pagamento em equilíbrio – e, ao mesmo tempo, à esquerda da linha  $Y_E$  a qual, por sua vez, define o equilíbrio de pleno emprego. Seria o fim da tese do ajustamento automático, ou, simplesmente, o prazo necessário não teria decorrido? Qual seria, então, o tempo determinado para isso?

A retomada do crescimento econômico brasileiro e a redução da vulnerabilidade externa dependerão, fundamentalmente, de melhores resultados da Balança Comercial. Isso, por outro lado, pressupõe câmbio ajustado, ampliação de mercados, juros adequados aos produtores nacionais, principalmente aqueles que têm como objetivo as exportações, bem como negociar firmemente, de maneira soberana e independente, acerca da inclusão na ALCA<sup>12</sup> que, dependendo do modelo negociado, pode transformar-se em chance, ou risco.

Dentro desta nova perspectiva de política econômica externa abrangente (completamente distinta daquela predominante na grande maioria dos países em desenvolvimento, como o Brasil), a política comercial torna-se um instrumento crucial, utilizado de forma funcional juntamente com outras políticas, no sentido de defender interesses nacionais – objetivos específicos – , vinculados não somente à área comercial, como às outras questões econômicas e políticas relevantes. O regime comercial é essencialmente pragmático!

(GONÇALVES, 1994, p. 169)

É importante buscar um padrão de inserção internacional diferente do *à la* integração competitiva, com maior autonomia e o direito de dizer não. Essas circunstâncias, de *se per sí*, podem não ser suficientes para o crescimento econômico. Em contrapartida, são necessárias para que, além de crescer, se possam diminuir os riscos da excessiva dependência de recursos externos, cada vez mais voláteis e de “investidores” ou “rentistas” que mudam de humor “estado de confiança” abruptamente e passam da euforia à depressão (CINTRA, 2001, p. 15).

<sup>12</sup> Para uma descrição e análise detalhada, ver (AVERBUG 2000).

**O (DES) EQUILÍBRIO EXTERNO E A VULNERABILIDADE:  
UMA ABORDAGEM SOBRE O BRASIL 1993-2001**

**Referências Bibliográficas**

- AVERBUG, A.. O Brasil no Contexto da Integração Hemisférica: Controvérsias em Torno da ALCA. mimeo, 2000.
- BETING, J. "O Real Perdeu 206%". *O Estado de São Paulo*. São Paulo, 30 jun., cad. E.2, 2001.
- CAMPA, J. M. ; CHANG, P. H. K. & REFALO, J. F.. "An Options-Based Analysis of Emerging Market Exchange Rate expectations: Brazil's Real Plan, 1994-1997". Cambridge, NBER, 1999. Disponível on line em: <http://www.nber.org/papers/w6929>.
- CANUTO, O.. "Regimes de Política Monetária em Economias Abertas". *Textos para Discussão*. Campinas: IE/UNICAMP, nº 92, dez, 1999.
- CARDOSO, F. H.. *Mãos à Obra Brasil: Proposta de Governo*. Brasília: s.ed, 1994.
- CINTRA, M. A. M.. "Dependência sem Desenvolvimento: Os limites e Contradições da Inserção Internacional Brasileira dos Anos 90". *Revista Paranaense de Desenvolvimento*, nº 97, set/dez, 1999.
- \_\_\_\_\_. "Sistema Financeiro". *Indicadores Diesp/Fundap*. São Paulo, nº 83, mar/abr, 2001.
- DELFIN NETTO, A.. "Sextante". *Carta Capital*. São Paulo, ano VII, nº 146, 2001.
- \_\_\_\_\_. "Brasil a bola da vez? Debates". *Revista de Economia Aplicada*. São Paulo: Fipe/Fea-USP, vol.2, nº4, out/dez, 1998.
- EICHENGREEN, B.. *Exiting From a Peg Without Precipitating a Crisis*. Seminário apresentado na I Conferência Alexandre Kafka, Rio de Janeiro, 7 dez, 1998.
- FRANCO, G. H. B.. "A Inserção Externa e o Desenvolvimento". *Revista de Economia Política*. São Paulo, vol.18, nº 3 (71), jul/set, 1998.
- GONÇALVES, R.. *O Abre-alas: A Nova Inserção do Brasil na Economia Mundial*. Rio de Janeiro: Ed. Relume Dumara, 1994.
- GONÇALVES, R. ; CANUTO, O. & BAUMANN, R.. *A Nova Economia Internacional: Uma Perspectiva Brasileira*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1998.
- IZE, A. [1993]. *Como medir o déficit Público: questões analíticas e metodológicas*. "Mensuração do desempenho fiscal nos programas apoiados pelo FMI". Brasília: Ed. Secretária do Tesouro Nacional, 1999.
- LÁCERDA, A. C. de. "O Crescente passivo externo e seus impactos". *Folha de São Paulo*. Caderno Folha Invest, São Paulo, 18 jun, B2, 2001.
- MIGUEL, P. P. & CUNHA, J. A. R.. *A vulnerabilidade externa do Brasil*. São Paulo: República-Primeira Leitura, maio, 2001.
- MINSKY, H. P. in FERNANDEZ, Â. C.. *Uma aplicação da hipótese de instabilidade financeira: análise do Balanço de Pagamentos brasileiro sob a ótica de Minsky para países com dívida externa*. Curitiba: Mimeo UFPR, 2001.
- NARETTO, N.. "Setor Externo". *Indicadores Diesp/Fundap*. São Paulo, nº 83, mar/abr, 2001.
- PINHEIRO, A. C. ; GIAMBIAGI, F & GOSTKORZEWICZ, J. in GIAMBIAGI, F & MOREIRA, M. M. (Org). *O Desempenho Macroeconômico do Brasil nos Anos 90*. Rio de Janeiro: BNDES, 1999.



ARTUR COELHO  
HAROLDO DA SILVA

- PORCILE, G. & CURADO, M.. *Rigidez na Balança Comercial e Movimentos de Capital: Uma Abordagem Estruturalista*. Curitiba, Texto para Discussão, CMDE/UFPR, 1999.
- PRATES, D. M.. "Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa da Economia Brasileira nos anos 90". Campinas, Dissertação de Mestrado, IE – UNICAMP, 1997.
- RIVEIRA-Batiz & RIVEIRA-Batiz. *International Finance and Open Macroeconomics*. Nova York: Ed. MacMillan, 1994.
- ROMER, David. *Advanced Macroeconomics*. Nova York: Ed. McGraw-Hill. Higher Education, 2ª ed., 2001.
- TAVARES, M. da C.. *Destruição não criadora: memórias de um mandato popular contra a recessão o desemprego e a globalização subordinada*. Rio de Janeiro. Ed. Record, 1999.
- SOBEET. *Carta da Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais e Globalização Econômica*. Ano III, Nº, 17, São Paulo, 2001. E-mail: sobeet@uol.com.br.
- UNGER, R. M.. "A Segunda Via: Presente e Futuro do Brasil". *Suplemento da Revista Carta Capital*. São Paulo, nº 105, 1999.