

A CONVERGÊNCIA MACROECONÔMICA
BRASIL-ARGENTINA
REGIMES ALTERNATIVOS E
FRAGILIDADE EXTERNA

MINISTÉRIO DAS RELAÇÕES EXTERIORES



Ministro de Estado Embaixador Celso Amorim

Secretário Geral Embaixador Samuel Pinheiro Guimarães

FUNDAÇÃO ALEXANDRE DE GUSMÃO



Presidente Embaixadora Maria Stela Pompeu Brasil Frota

INSTITUTO RIO BRANCO (IRBr)



Diretor Embaixador Fernando Guimarães Reis

A Fundação Alexandre de Gusmão (Funag), instituída em 1971, é uma fundação pública vinculada ao Ministério das Relações Exteriores e tem a finalidade de levar à sociedade civil informações sobre a realidade internacional e sobre aspectos da pauta diplomática brasileira. Sua missão é promover a sensibilização da opinião pública nacional para os temas de relações internacionais e para a política externa brasileira.

Ministério das Relações Exteriores
Esplanada dos Ministérios, Bloco H
Anexo II, Térreo, Sala 1
70170-900 Brasília, DF
Telefones: (61) 3411 6033/6034/6847
Fax: (61) 3322 2931, 3322 2188
Site: www.funaggov.br

O Instituto Rio Branco (IRBr), criado em abril de 1945, é o órgão do Ministério das Relações Exteriores (MRE) e tem como finalidade o recrutamento, a formação e o aperfeiçoamento dos diplomatas brasileiros. O IRBr organiza, regulamenta, o Concurso de Admissão à Carreira de Diplomata, em âmbito o Curso de Formação, o Curso de Aperfeiçoamento de Diplomatas (CAD) e o Curso de Altos Estudos (CAE).

Setor de Administração Federal Sul
Quadra 5, Lote 2/3
70170-900 Brasília, DF
Telefones: (61) 3325 7000 /5/6
Site: www.mre.gov.br/irbr

LEONARDO DE ALMEIDA CARNEIRO ENGE

A CONVERGÊNCIA MACROECONÔMICA
BRASIL-ARGENTINA
REGIMES ALTERNATIVOS E
FRAGILIDADE EXTERNA

Prêmio Miguel Sório de Almeida - 1º lugar entre as
dissertações apresentadas sobre temas econômicos no
Mestrado em Diplomacia do IRBr, 2002-2004

COLEÇÃO RIO BRANCO

INSTITUTO RIO BRANCO
FUNDAÇÃO ALEXANDRE DE GUSMÃO

BRASÍLIA 2004

Copyright©

Projeto de foto da capa: João Batista Cruz

Dissertação apresentada ao Programa de Formação e Aperfeiçoamento – primeira fase (profa-i) do Instituto Rio Branco com o parte dos requisitos para a obtenção do título de Mestre em Diplomacia, sob orientação do Prof. Dr. Paulo Roberto de Almeida.

Prêmio Miguel O'Neil de Almeida – Instituto Rio Branco – Mercado 2002-2004

Direitos de publicação reservados à

Fundação Alexandre de Gusmão (Funag)
Ministério das Relações Exteriores
Espalada dos Ministérios, Bloco H
Anexo II, Térreo
70170-900 Brasília – DF
Telefones: (61) 3411 6033/6034/6847/6028
Fax: (61) 3322 2931, 3322 2188
Site: www.funag.gov.br
E-mail: publicacoes@funag.gov.br

Impresso no Brasil 2005

Depósito Legal na Fundação Biblioteca Nacional
conforme Decreto nº 1.825 de 20.12.1907

À minha família

AGRADECIMENTOS

Ao Embaixador João Américo de Souza Filho, pelas sugestões e contribuições para o trabalho.

Ao Ministro Paulo Roberto de Almeida, meu orientador, pelo incentivo, confiança e exemplo de realização acadêmica.

Aos Ministros Luiz Felipe Mendonça Filho e Carlos Henrique Cardim, pela contribuição em fazer do Instituto Rio Branco o que ele é.

Ao Conselheiro Carlos Márcio Bicalho Cozendey, pelas sugestões durante a elaboração do projeto.

À Secretária Maria Angélica Ikeda, pela criteriosa avaliação do projeto.

Ao Secretário José Gilberto Scandiucci, pelas críticas aos meus devaneios sobre metas de inflação.

A toda a equipe de funcionários do Instituto Rio Branco, que pela sua presteza tornou muito mais fácil a realização deste trabalho.

Aos estimados colegas do Instituto Rio Branco, pelas inúmeras sugestões, contribuições, palavras de apoio e pelas muitas risadas.

Aos meus avós, pelo extraordinário exemplo de caráter e amor ao trabalho.

Aos meus pais, por me terem dado a vida e me mostrado o caminho.

À Janine, por aquela incrível mistura de amor e paciência.

À Mariana, por me fazer dar risada sozinho.

R E S U M O

Este trabalho trata da escolha de um conjunto ideal de políticas para a promoção da convergência macroeconômica entre Brasil e Argentina. Em primeiro lugar, discute os efeitos da globalização econômica e seus efeitos restritivos sobre a gestão macroeconômica dos países. Esta discussão é utilizada como base para uma avaliação das escolhas, da condução e dos efeitos das políticas macroeconômicas do Brasil e Argentina nos últimos quinze anos. A partir das evidências teóricas e da experiência histórica conclui-se que, no contexto da globalização financeira, a combinação de câmbio flexível, metas de inflação e austeridade fiscal é a mais adequada para a promoção do crescimento econômico, atração de investimentos estrangeiros e redução da fragilidade externa no Brasil e na Argentina. À luz destas conclusões, termina o trabalho com a avaliação dos parâmetros de convergência que atualmente vigem no Mercosul, que são considerados suficientes e adequados.

ABSTRACT

This work is about the choice of an ideal policy set to foster macroeconomic convergence between Brazil and Argentina. First, we discuss economic globalization and the restrictive effects it has over countries' macroeconomic management. This discussion is used as a basis for evaluating the choices, the conduction and the effects of the macroeconomic policies of Brazil and Argentina during the last fifteen years. From the theoretical evidences and historical experiences, we conclude that, in the context of financial globalization, the combination of flexible exchange rates, inflation targeting and fiscal austerity is the most appropriate to promote economic growth, attract foreign investment and reduce external fragility. In the light of these conclusions, we close the work by evaluating the convergence parameters now valid in Mercosur, which are considered as sufficient and adequate.

SUMÁRIO

Introdução	15
I. O Impulso Globalizante	21
1.1. Introdução	23
1.2. Conceito de globalização	23
1.3. Globalização com o produto de decisão voluntária de potência hegemônica	25
1.4. Ideologia liberalizante com o reação adaptativa	29
1.5. Resumo	38
II. Globalização e Política Macroeconômica	39
2.1. Introdução	41
2.2. Oportunidades da globalização	41
2.3. Oportões de política macroeconômica	49
2.4. Estabilidade macroeconômica com o obrigação	55
2.5. Visões alternativas e soluções intermedárias	57
2.6. Resumo	60
Apêndice 1. Conta-corrente e conta de capital	61
Apêndice 2. Equilíbrio externo e equilíbrio interno	63
III. As Experiências de Brasil e Argentina	65
3.1. Introdução	67
3.2. Brasil e Argentina na "década perdida"	67
3.3. Abertura financeira na Argentina: os Planos BB e Bonex	74
3.4. O Plano de Convertibilidade	76
3.5. Colapso do regime e de convertibilidade	81
3.6. A Argentina após o fim da convertibilidade	86
3.7. Abertura Financeira no Brasil: Governos Sarney, Collor e Itamar	89
3.8. O Plano Real	93
3.9. Colapso do regime e cambial brasileiro	97
3.10. O Brasil do Câmbio Flutuante	100
3.11. Resumo	103

IV. Bases para a Integração	105
4.1. Introdução	107
4.2. Convergência macroeconômica Brasil-Argentina no âmbito do Mercosul.....	107
4.3. Política cambial.....	112
4.4. Política monetária	118
4.5. Fluxos de Capitais e Política Fiscal	123
4.6. Adequação das diretrizes do processo de convergência	127
4.7. Resumo	129
Apêndice: Metas de Inflação e Estabilização do Produto	129
Conclusão	133
Bibliografia	139

INTRODUÇÃO

INTRODUÇÃO

O presente trabalho é uma investigação teórica – mas que pode, igualmente, apresentar aplicações práticas – acerca da eleição de um conjunto ótimo de políticas macroeconômicas para um bloco que integre as economias do Brasil e da Argentina. As políticas consideradas “ótimas” são entendidas com aquelas que, ao mesmo tempo em que criam condições para o bom funcionamento do bloco mesmo na ausência de uma moeda comum, atendem às seguintes condições:

- (i) estabilização do crescimento do produto, diminuindo a sua volatilidade;
- (ii) criação de condições de atratividade para o investimento estrangeiro; e
- (iii) minimização da vulnerabilidade externa.

A escolha destas condições não é aleatória, mas está baseada na noção de que o motivo último para a adoção de qualquer política econômica é o seu papel como instrumento para a consecução do objetivo de maximizar o bem-estar da população. Entendem os que a melhor tradução macroeconômica para esta meta de incentivo ao bem-estar social seja o crescimento, a taxas tão altas e estáveis quanto possível. Ora, as histórias recentes do Brasil e da Argentina mostram que a queda e a oscilação nas taxas de crescimento do produto têm sido frequentemente causadas por desequilíbrios externos associados à vulnerabilidade e à escassez de financiamento, o que explica as condições estabelecidas.

A análise das diferentes opções de política à disposição das autoridades econômicas do Brasil e da Argentina leva em conta o fato de que estas opções se devem dar num ambiente sujeito às restrições que decorrem do processo de globalização econômica, especialmente no que diz respeito à liberalização financeira. O trabalho não é uma discussão acerca de alternativas à globalização e à liberalização em escala global, pois as

tomada com o tendências que, se não inevitáveis, geram custos políticos e econômicos por demais elevados para os países que a elas não se incorporam. O trabalho, portanto, é uma discussão acerca de alternativas macroeconômicas no contexto da globalização econômica, pois pressupõe que a escolha de uma ou outra combinação de políticas pode tornar um país mais ou menos vulnerável aos riscos a ela associados.

O objetivo principal do trabalho é examinar a adequação, sob o ângulo dos interesses brasileiros, do formato do processo de coordenação macroeconômica ora em curso no âmbito do Mercosul. O trabalho não é uma discussão acerca da viabilidade, da desejabilidade ou do significado diplomático da integração entre Brasil e Argentina, seja em sentido amplo ou especificamente no que tange à coordenação macroeconômica e à adoção de uma moeda comum, pois entende estes objetivos com o dados, ou seja, com o uma opção política e diplomática já tomada, conforme expresso inúmeras vezes pelas mais importantes autoridades da República.¹ O trabalho, portanto, é uma discussão acerca da identificação das políticas econômicas que permitam a melhor integração possível, tendo em vista os interesses brasileiros. A importância do tema se evidencia, a meu ver, pelo fato de que a convergência das políticas macroeconômicas dos países que integram o Mercosul constitui parte importante do processo de consolidação do bloco, processo cuja aceleração é hoje prioridade da política externa brasileira.

A decisão de estudar o Brasil e a Argentina e não o Uruguai e o Paraguai se deve a uma avaliação pragmática a respeito do peso relativo dos vários componentes do Mercosul: por um lado, a importância político-econômica da Argentina para o Brasil é muito superior à de Paraguai e Uruguai. Por outro lado, para Argentina, Uruguai e Paraguai, o Brasil, que é o grande mercado absorvedor das exportações do bloco e possui 77% da sua população e 66% do seu PIB, é a referência natural. Para além da questão do peso político-econômico, entretanto, o estudo em separado do Brasil e da Argentina se justifica também teoricamente, dado que, em princípio, nenhum tipo de incompatibilidade resulta da existência de diferentes ritmos

¹ Cf. RITTNER (2003) e O TTA (2003), bem como os discursos do senhor Presidente da República, do senhor Ministro de Estado das Relações Exteriores e do senhor Secretário Geral das Relações Exteriores disponíveis na página eletrônica do Ministério das Relações Exteriores, www.mre.gov.br.

de convergência macroeconômica entre os países com pontos de partida semelhantes.² Dessa forma, nada impede que se realize no Mercosul o chamado *two-speed approach*, com dois países avançando na convergência de modo mais rápido que seus parceiros. Os critérios que aplicarem os ao Brasil e a Argentina poderão, na grande maioria dos casos, ser estendidos ao restante do bloco sem perder de forma alguma a validade. Este trabalho, em suma, não é uma discussão sobre integração do Mercosul – pois traz uma análise focada apenas em seus componentes de maior peso relativo – mas sobre integração no Mercosul.

Dado o acima exposto, o problema a ser analisado nesta dissertação poderia ser formulado com o seguinte: “em que medida a convergência macroeconômica Brasil-Argentina atende aos interesses brasileiros”? A resposta a esta pergunta permite avaliar se, da forma como está sendo conduzido, o processo de convergência é compatível com a adoção das referidas políticas ótimas para a promoção do crescimento sustentável e diminuição da vulnerabilidade externa no Brasil.

A hipótese que procuramos testar é a de que o conjunto ideal de políticas para a promoção da convergência macroeconômica Brasil-Argentina combina câmbio flexível, austeridade fiscal e política monetária ativa, via regime de metas de inflação.³

Evidentemente, a possibilidade de “teste” desta hipótese, no sentido popperiano estrito do termo, fica prejudicada pelo fato de que sua eventual comprovação se dará apenas com base no conjunto de evidências históricas e teóricas disponíveis. Dessa forma, as dificuldades argentinas posteriores à desvalorização do Real em 1999 de certa forma “evidenciarão” que a convergência de políticas cambiais é desejável, e assim por diante. A mesma lógica vale para a eventual refutação da hipótese apresentada.

O trabalho está organizado da seguinte maneira: no primeiro capítulo desenvolve-se uma discussão sobre globalização econômica, com o objetivo de elencar os vários fatores que podem ter contribuído para a adesão da

² Cf. G IAMIAGI (1997). Notar que a referência é a ritmos de convergência, e não ao seu sentido.

³ Estes instrumentos correspondem, de fato, às políticas adotadas pelo Brasil a partir de fevereiro de 1999.

em abranger parte dos países do mundo às suas premissas operacionais. O segundo capítulo contém o marco teórico do trabalho, tratando da questão das limitações impostas pela globalização financeira à execução de políticas macroeconômicas pelos governos. O terceiro capítulo traz uma avaliação dos percursos recentes do Brasil e da Argentina no tocante à escolha, à condução e aos efeitos de suas políticas econômicas. A qui cabe uma observação: este é um trabalho teórico, que se apóia fortemente em dados históricos para pontuar e ilustrar suas conclusões e sugestões. Dessa forma, não deve ser tratado como um trabalho histórico, dado que não procura e nem tem como objetivo descrever detalhada e ordenadamente as crises externas brasileira e argentina. No quarto capítulo, de cunho normativo, procura-se avaliar, à luz do que foi discutido no restante do trabalho, a adequação do atual processo de convergência macroeconômica entre Brasil e Argentina, corroborando ou refutando a hipótese central e sugerindo eventuais alterações que tragam maior eficiência ao processo.

I-O IMPULSO GLOBALIZANTE

I. O IMPULSO GLOBALIZANTE

1.1. INTRODUÇÃO

O objetivo deste capítulo é fornecer subsídios teóricos para a discussão das histórias econômicas recentes do Brasil e da Argentina e dos diferentes formatos que podem pautar o processo de coordenação e convergência macroeconômica desses dois países. Os focos da discussão serão as características e as causas da globalização contemporânea. Em primeiro lugar, procuraremos esclarecer o conceito de globalização que será adotado na discussão. A seguir, examinaremos os motivos da rápida adesão da grande maioria dos países do mundo às premissas operacionais da globalização. Apresentaremos a noção bastante difundida de que os processos de abertura econômica e de liberalização comercial que caracterizam a globalização são frutos de decisões voluntárias dos governos e das grandes corporações dos países desenvolvidos em geral, e dos EUA - a potência hegemônica - em particular, com o objetivo explícito de transformar a ordem econômica mundial de forma a melhor atender seus interesses. Em seguida, analisaremos os elementos em parte, com o qual a resposta dos governos dos países ricos a fatos fortuitos e consumados. A "conversão" a esta ideologia não é vista somente com o decorrer de pressões externas, mas também, muitas vezes, com o resultado da atração exercida pelas oportunidades apresentadas pelo mercado internacional e pelos potenciais efeitos positivos da globalização. Por fim, descreveremos a interpretação alternativa de que a globalização contemporânea é tecnologicamente determinada, sendo o resultado direto e irreversível da revolução da telecomunicação. Nossa conclusão é de que o processo de liberalização possui determinantes políticos-sociais, institucionais e tecnológicos que se reforçam mutuamente, tornando-o uma tendência da qual é cada vez mais difícil - e custoso - tentar escapar.

1.2. CONCEITO DE GLOBALIZAÇÃO

A aceitação precisa do termo "globalização" tem gerado incessante e prolífico debate em diversos meios, com o qual a comunidade científica, a

in prensa ou o em presariado. Isso é justificável, dado que a enorme gama de significados a ele atribuídos tem o potencial de gerar diferentes interpretações e conclusões díspares a respeito de um mesmo assunto, o que, aliás, ocorre com frequência.

Ao tratar do tema da globalização, portanto, faz-se necessário definir de antemão a significação particular que será atribuída ao termo.

Neste trabalho, trataremos os especificamente da globalização econômica, adotando a definição de Helmut Wagner, para quem a globalização é "um processo de integração econômica global, tecnológica e politicamente conduzido, que expõe crescentemente os agentes privados e os governos à competição internacional"⁴, integração esta que se dá primordialmente através de fluxos comerciais e financeiros.⁵ Cabe também assinalar que trataremos exclusivamente do processo de globalização ora em curso, ou seja, do processo contemporâneo de globalização.⁶

Note-se que, como assinala Rubens Ricupero, o atual processo de globalização econômica é singularizado por um componente político-ideológico associado: se, por um lado, a criação das condições técnicas que "aceleram a velocidade e o barateamento dos transportes e das comunicações, lançando as bases para o aparecimento da economia globalizada"⁷ é fruto do desenvolvimento histórico, a "recomendação de que todos os países adotem políticas de liberalização rápidas e radicais com o meio mais seguro de integração à economia internacional"⁸ tem fundo ideológico, e passa de prescrição a prática majoritariamente por meio de pressões, avaliações e decisões de cunho político. Em consonância com o que afirma Ricupero, procuraremos aqui tratar do processo de globalização econômica em sua totalidade, ou seja, não apenas levando em conta o processo de crescente integração das economias mundiais por si só, mas também a sua forma, que

⁴ WAGNER (2001), p. 5, tradução e grifos nossos.

⁵ Trataremos com maior profundidade, entretanto, dos fluxos financeiros, que serão preponderantes em nossa análise da fragilidade externa de Brasil e Argentina nos anos 90.

⁶ A final, mais de um momento histórico poderia ser descrito pela definição de Wagner. Para um tratamento detalhado das singularidades da globalização contemporânea, cf. HELD ET AL. (1999), pp. 414-451.

⁷ RICUPERO apud ARAÚJO (2000), p. 102.

⁸ Loc. cit.

admitir os ser liberalizante e fruto de um processo histórico e político dinâmico, envolvendo tanto governos quanto atores privados, tanto países desenvolvidos quanto aqueles em vias de desenvolvimento.

1.3. GLOBALIZAÇÃO COMO O PRODUTO DE DECISÃO VOLUNTÁRIA DE POTÊNCIA HEGEMÔNICA

As críticas ao formato do atual processo de globalização têm freqüentemente com o fundamento a noção de que o substrato político-ideológico que lhe dá sustentação é injusto, na melhor das hipóteses, ou desonesto, na pior. Além disso fica patente, na imensa maioria dos casos, que o processo é entendido pelos críticos com o resultado desejado de um planejamento prévio que visava, desde o início, à implementação de uma ordem econômica mundial que favorecesse os governos e agentes privados dos países desenvolvidos, especialmente dos EUA, a potência hegemônica liberal capaz de levar os planos adiante.⁹

Entre as análises críticas que caracterizam a globalização com o fruto do planejamento e ação consciente dos EUA, há duas correntes que julgam os interessante destacar. Em primeiro lugar, há aqueles que sugerem que os presentes processos de globalização e "liberalização nos moldes do consenso de Washington" são fenômenos indissociáveis, engendrados conjuntamente com o objetivo de aprofundar e cristalizar as atuais relações de poder econômico internacional. Para Dêrcio Munhoz, por exemplo, "globalização e liberalismo comercial podem (...) representar apenas uma nova forma de colonialismo econômico, em favor da expansão dos interesses e das empresas das economias desenvolvidas".¹⁰ Esta visão de "colonialismo econômico" é compatível com a sugestão de Eric Helleiner¹¹ de que a importância declinante das indústrias manufatureiras norte-americanas e britânicas esteve baseada no forte interesse do estado hegemônico na promoção de um processo de globalização cuja arquitetura favorecia a mais promissora indústria de serviços. Raul Bernal Méza, por sua vez, explicita em suas análises a noção de que o processo de globalização é objeto e fruto do planejamento racional parcial dos EUA, que usariam de sua

⁹ Cf. WALTER (2002) e GILPIN (1987).

¹⁰ MUNHOZ (2003), p.7

¹¹ Apud WALTER, op. cit.

crescente influência política e econômico-financeira para pôr em curso um processo estranho e nocivo às economias dos países em desenvolvimento. Segundo esse autor,

"a nova ordem mundial', derivada das conseqüências do fim da Guerra Fria, do desaparecimento dos modelos estatais ou 'socialismos reais' (URSS, Europa Oriental) que contestavam o capitalismo ocidental representado pela tríade - Estados Unidos, União Européia, Japão - criou condições sem precedentes para a irrupção de um ciclo de hegemonia imperial sob os Estados Unidos. Este contexto, ao mesmo tempo em que reduziu as opções possíveis de vinculações internacionais (políticas, diplomáticas, econômicas e culturais) dos países latino-americanos, impôs estes um a nova agenda, que denominamos com o 'a agenda de valores hegemônicos universalmente aceitos', da qual o problema de desenvolvimento dos países periféricos, assim como a cooperação Norte-Sul foram excluídos. A globalização passou a ser a ideologia que acompanhava e fundamentava o processo de 'mundialização' do capitalismo global em sua etapa atual".¹²

O processo de globalização seria caracterizado em termos pelo impulso liberalizante, cuja aceitação intelectual pelas elites dos países em desenvolvimento seria produto de propaganda ideológica norte-americana:

"o neoliberalismo, ideologia construída a partir do pensamento econômico monetarista, constituiu uma das mais importantes ferramentas políticas das novas estratégias do capitalismo financeiro transnacional, destinada a três objetivos claros: 1) eliminar um modelo de "Estado desenvolvimentista, interventor, em prol do bem-estar", desenhado sobre as bases do pensamento latino-americano; 2) facilitar a adaptação das economias latino-americanas às tendências da globalização/mundialização e, 3) proceder a uma transferência de recursos nacionais, destinados à recuperação da taxa de juros do capital nos países centrais; especialmente nos Estados Unidos. Para isso, esta linha de pensamento, transformada em hegemônica graças à concertação do poder político, econômico e financeiro ("Consenso de Washington"), deveria impulsionar a reestruturação do Estado e suas políticas. Para chegar a esse fim deveria enfrentar e desacreditar o pensamento latino-americano que havia

¹² BERNAL-MEZA (2002), pp.7-8. Tradução nossa.

sustentado esta particular concepção de Estado nacional. Assim, a primeira questão foi desacreditar o princípio organizador das políticas de desenvolvimento autocentrado, ou seja, a "industrialização substitutiva de importações", apresentando-a com o um a concepção errada e responsável pela crise de inserção internacional dos países latino-americanos".¹³

Note-se que, para esses autores, a globalização econômica contém por si mesma e o desenvolvimento dos países do terceiro mundo são necessariamente antitéticos. A segunda corrente analítica que querem os destacar aqui é a daqueles que não reconhecem a globalização com o necessariamente prejudicial, criticando predominantemente o seu formato. Recuperemos, por exemplo, entende que se este seja entendendo um a "tentativa interessada de fazer aceitar a idéia de que globalização e liberalização são sinônimos e intercambiáveis, utilizando-se a equivalência para exigir aos países que se liberalizem sem condições sob pena de ficarem à margem da globalização".¹⁴ Já o prêmio Nobel de economia Joseph Stiglitz tece contundentes críticas¹⁵ ao que qualifica de "simplismo" da globalização econômica, baseada "nas prescrições do Consenso de Washington", (ou seja, em políticas de liberalização econômica, privatização e estabilização visando à criação de condições para a integração e o crescimento econômico).¹⁶ Para esse autor, as "regras do jogo" da globalização teriam sido desenhadas pelos países ricos (e mais especificamente por interesses particulares dentro desses países), frequentemente não atendendo, em consequência disso, aos interesses do mundo em desenvolvimento.

Os resultados da atabalhoada transição dos antigos países comunistas para a economia de mercado e das políticas liberalizantes na América Latina nos anos noventa seriam exemplos, segundo Stiglitz, para a demonstração de que as políticas de estabilização não garantem nem o crescimento econômico, nem tampouco a própria estabilidade. A liberalização dos mercados de capitais tão somente exporia os países a riscos desnecessários,

¹³ Loc. Cit.

¹⁴ Op. cit., p.105.

¹⁵ Cf. STIGLITZ (2002).

¹⁶ Para maiores informações a respeito do significado e da história da expressão "Consenso de Washington", ver WILLIAMSON (2004).

já que não traria recompensa alguma, ao passo que a agenda de liberalização comercial seria inútil para os países em desenvolvimento, dado quem arca com a assimetria. Segundo José Antonio Ocampo, a "promessa" de geração de crescimento através do descarte de "estratégias ineficientes associadas com o protecionismo e com altos níveis de intervenção estatal"¹⁷, envolvendo trabalhadores dos empregos de baixa para os de alta produtividade, simplesmente não foi cumprida. Ao contrário, a liberalização teria gerado desemprego, e a privatização, mal conduzida, levado a ineficiência, corrupção, perda de competitividade e altos preços. A crítica aqui tem com o alvo, portanto, muito mais a posição injusta de uma liberalização assimétrica do que propriamente a globalização.

Walter arroja três grandes grupos de explicações alternativas para os instrumentos de disseminação da liberalização financeira no cenário internacional por parte da potência hegemônica¹⁸:

1. Explicações que favorecem a importância fundamental da ação direta dos EUA, através do uso de diferentes mecanismos multilaterais e bilaterais, para a promoção da liberalização no exterior, especialmente por meio da sua posição dominante no FMI e no Banco Mundial.

2. Explicações que caracterizam a disseminação hegemônica muito mais com o consequência de supremacia ideológica do que de poder material. Os mecanismos pelos quais as idéias liberais influenciariam os resultados seriam variados e muitas vezes sutis, como por exemplo no caso da definição dos critérios adotados para a concessão de empréstimos pelas instituições financeiras. As faculdades norte-americanas, especialmente as de economia, também são consideradas como um canal pelo qual as idéias liberais de mercado foram transmitidas ao exterior (especialmente à América Latina), para o possível benefício dos interesses econômicos dos EUA.

3. Explicações que sugerem a preeminência do setor financeiro privado na definição do projeto hegemônico, que se revelaria assim mais um projeto da alta finança do que propriamente do Estado.

¹⁷ O CAMPO (2002), p. 1. Tradução nossa.

¹⁸ Para uma descrição detalhada destas interpretações, ver WALTER, op. cit., p. 8.

A semelhança das correntes interpretativas aqui apresentadas se encontra no fato de que elas reconhecem o formato liberalizante da globalização contemporânea com o uma escolha feita nos países desenvolvidos e imposta aos países em desenvolvimento (ou feita nos EUA e imposta ao resto do mundo). Querem os crer, entretanto, que a esta interpretação cabam algumas qualificações: em primeiro lugar, ainda que os países desenvolvidos (os EUA primordialmente) tenham sido, em grande medida, os planejadores e executores da globalização contemporânea, eles não o fizeram sem premissas condições de absoluta liberdade de escolha. Em segundo lugar, ainda que a liberalização tenha sido na maior parte das vezes imposta aos demais países (especialmente no mundo em desenvolvimento), em muitos casos ela foi uma decisão voluntária destes países.

1.4. IDEOLOGIA LIBERALIZANTE COMO REAÇÃO ADAPTATIVA

A noção de que o formato da globalização econômica contemporânea é fruto exclusivo de um elaborado projeto estratégico por parte dos governos dos países desenvolvidos e de interesses privados por eles representados é desafiada por alguns fatos históricos. Se a chave do processo de integração reside, como quer Wagner, na amplificação dos fluxos comerciais e financeiros, existem evidências de que tal processo, ao menos em parte, foi forjado a partir de acontecimentos alheios à vontade de eventuais "arquitetos históricos".

A presente globalização dos mercados financeiros teve como marcos fundamentais, segundo vários autores, três fatos ocorridos nas décadas de 1960 e 1970: o desenvolvimento do mercado de eurodólares, o colapso do sistema de Bretton Woods e o choque do petróleo.¹⁹

O nascimento do mercado de eurodólares data da década de 1950, quando a URSS decide passar a depositar suas reservas de dólares em bancos da Europa Ocidental, tendo um eventual congelamento de suas contas nos EUA por parte do governo norte-americano. Os banqueiros europeus viram aí a oportunidade de, ao invés de converter os depósitos nas moedas nacionais de seus respectivos países, utilizar os dólares para

¹⁹ A título de exemplo, cf. HELD et alii (1999), pp. 201-209, ARRIGHI (1999), pp. 227-242 e LERDA (1996), p. 250.

efetuar empréstimos. Segundo H ebl et alii, "estes fundos em Eurodólares' cresceram rapidamente e se expandiram incluindo outras moedas, criando um intenso mercado de Euro moedas".²⁰

Ao mesmo tempo em que nascia o mercado de euro moedas, na América do Norte e nos países da Europa Ocidental tinha início uma tendência de crescimento dos salários reais que perdurou pelas décadas 1950 e 1960. Esta tendência foi reflexo da reconstrução das economias da Europa Ocidental e do Japão no pós-guerra, o que resultou na intensificação da competição por insumos primários, dentre os quais o trabalho. Entre 1968 e 1973, os salários reais na Europa Ocidental e nos EUA passaram a crescer tanto quanto o aumento que os níveis de produtividade, diminuindo os retornos dos investimentos.²¹ O período de inflação e déficits externos que se acumulava no EUA após 1960 levou, por sua vez, ao enfraquecimento relativo do dólar e à impossibilidade da manutenção do sistema de Bretton Woods (SBW), que é abandonado em 1971. Em 1973-74, o primeiro choque do petróleo levou a um grande aumento nos preços de alguns insumos básicos (e não só do petróleo), o que mais uma vez elevou os custos e diminuiu os lucros das organizações capitalistas, levando-as a empreender um crescente redirecionamento de recursos da economia real para o mercado financeiro. O desejo de evadir os controles de capital e taxações impostos pelo governo dos EUA levou muitos bancos e empresas daquele país a buscar os euro mercados, que não eram sujeitos a tal tipo de regulamentação. Dessa forma, "nos anos críticos de 1968-73 os depósitos no mercado de eurodólares experimentaram um salto repentino seguido de vinte anos de crescimento explosivo".²² Os países produtores de petróleo, por sua vez, experimentaram um aumento em sua renda muito maior do que o que poderiam aplicar produtivamente, o que proporcionou aos bancos a oportunidade de reciclar dezenas de bilhões de "petrodólares".

A massa crescente de liquidez em depósitos livres de controles nacionais pressionava os governos a lançar mão da recente liberdade derivada do colapso do SBW para manipular taxas de câmbio e de juros de modo a atrair ou repelir liquidez, conforme a necessidade, dos mercados

²⁰ Op. Cit., p.201. Tradução nossa.

²¹ Processo que Arrighi chama de "crise de lucratividade" das organizações capitalistas.

²² ARRIGHI op. cit., p.237. Tradução nossa.

offshore. Isto era possibilitado pela recente , por sua vez, deu novo ímpeto ao processo de globalização financeira, dado que as referidas mudanças nas taxas de câmbio e de juros nas principais economias abriam aos detentores de capitais em mercados offshore a atraente oportunidade da especulação cambial. Segundo Hebl et alii,

"a extinção do SBW não levou a uma fase de autarquia econômica, ao contrário, ajudou a deslanchar um período de globalização econômica ainda mais intenso no qual as instituições reformadas do SBW continuaram a exercer um papel de destaque. Tanto as crises do petróleo da OPEP quanto o maior influxo de petrodólares nas instituições bancárias internacionais assinaram as tendências crescentes de globalização da interação econômica. A combinação desses eventos com novas infra-estruturas de comunicações e uma onda de desregulamentação neoliberal, inicialmente entre as economias ocidentais centrais, encorajou uma explosão do comércio, investimento e fluxos financeiros globais (...)"²³

Cabe apontar que um papel de maior importância foi aparentemente reservado à ação direta dos governos no capítulo da intensificação dos fluxos de comércio a partir do pós-guerra. Segundo Lerda, o GATT (que nasceu, afinal, com o resultado de planejamento dos governos dos países aliados) teve papel preponderante na redução das tarifas aduaneiras sobre a importação de bens manufaturados que, nos países industrializados, caíram de uma média de aproximadamente 40% em 1947 para o nível médio de 4% na Rodada Uruguai. Da mesma forma, a Organização das Nações Unidas, o FMI e o Banco Mundial teriam sido, na opinião do autor, mecanismos fundamentais para a montagem de um sistema multilateral que permitiu e promoveu a globalização econômica.²⁴

Se as iniciativas conscientes em favor de um sistema de facilitação do livre comércio evidenciam o papel da política externa dos governos no desenho racional de um projeto de globalização liberalizante, o mesmo não pode ser dito, com o mesmo respeito da liberalização financeira. O que custa a crer que a URSS tenha participado, voluntariamente ou não, de um

²³ Hebl et al., *op cit.*, p.426.

²⁴ *Op Cit.*, p.245. Lembrem os, entretanto, que a liberalização dos fluxos financeiros é o foco principal de nossa análise.

plano dos governos dos países capitalistas desenvolvidos e/ou de agentes privados dentro desses países visando especificamente ao desencadeamento do processo de aumento do volume e da velocidade dos fluxos financeiros que caracteriza a globalização financeira contemporânea. Ainda assim, o governo soviético teve papel relevante no início desse processo. O mesmo ceticismo pode, evidentemente, ser aplicado à hipótese de que houvesse algum tipo de planejamento por detrás da extinção do sistema de Bretton Woods, que foi, afinal, um dos pilares da ordem econômica global arquitetada (majoritariamente) pelos EUA ao final da Segunda Guerra Mundial com o fim de assegurar e perpetuar a sua hegemonia. Também parece pouco provável que algum governo ou indivíduo pudesse antecipar os efeitos do choque do petróleo sobre a expansão dos mercados financeiros globais.

Os exemplos apresentados parecem sugerir que o papel protagônico dos países desenvolvidos em geral – e dos EUA em particular – na arquitetura e condução da globalização econômica contemporânea não deve, ainda que tenha sido (e permaneça sendo) de fundamental importância, ser superestimado. Querem os crer, em especial, que a ideologia liberalizante que parece desde sempre ter fundamentado e justificado o formato da globalização contemporânea pode ter sido adotada e difundida, em alguma medida, com o parte de um processo de reação e adaptação a mudanças que já estavam em curso.

Lerda observa que a maior parte do mundo adotou, em um prazo relativamente curto, o conjunto de políticas de liberalização e desregulamentação de mercados que permitiu o avanço da globalização. Tais políticas domésticas

“foram formuladas, desenhadas e implementadas no contexto de programas de estabilização, ajuste e/ou reformas estruturais de corte liberalizante, fundamentadas na busca de maior eficiência, flexibilidade, competitividade externa e capacidade produtiva das economias nacionais. Exemplos conspícuos são os programas de descentralização fiscal, desregulação financeira, liberalização comercial, privatização/desincorporação de empresas públicas, e reformas tributárias compatíveis com os requerimentos lógicos desses programas (particularmente com a liberalização do setor externo). O conjunto de políticas associado com

tais programas é bem conhecido e responde pelo nome de "Consenso de Washington"²⁵.

O conjunto de políticas que o autor associa ao "Consenso de Washington" teve início nos países industrializados no final dos anos 70, sendo progressivamente adotado no restante do mundo a partir dos anos 80. Para o autor, um possível motivo para essa adoção "quase simultânea" das reformas liberalizantes por toda sorte de países ao redor do mundo teria sido a adaptação dos governos nacionais a pressões internas e externas:

"os governos nacionais, presos entre pressões internas recorrentes e acumulativas, de ordem distributiva, que não podiam ser equacionadas dentro do modelo já obsoleto de crescimento "para dentro", e pressões externas que os afetavam de maneira mais ou menos simultânea, temiam por adaptar-se às forças que induziam à "nova sabedoria convencional". Nesse processo, os governos temiam tomando suas bandeiras e as promessas dessa nova "sabedoria"²⁶.

Note-se aqui a inversão explícita do raciocínio tradicional sobre globalização econômica: ao invés de um quadro de perfeito encadeamento lógico, no qual os interesses das potências dominantes levam à gestação e disseminação de uma ideologia com o objetivo específico de transformar a ordem econômica internacional de modo a facilitar a penetração além-fronteiras dos capitais dos países desenvolvidos e a perpetuar a assimetria das relações de poder econômico entre centro e periferia, temos uma situação na qual as mudanças, ainda que eventualmente tenham favorecido governos e agentes privados de países ricos, ocorreram ao menos em parte de forma imprevista, instando as elites intelectuais desses países à formulação de justificativas ideológicas *ex post*. Não se trata de eliminar o papel das ações e formulações *ex-ante* na promoção da globalização contempornea, mas de a elas acrescentar um elemento de imprevisibilidade: em algumas situações-chave, "a implementação de importantes políticas domésticas constitui uma resposta racional adaptativa ante pressões externas vinculadas ao processo de globalização"²⁷.

²⁵ Op. Cit., p.246.

²⁶ Loc. Cit. O autor batiza de "nova sabedoria convencional" precisamente às políticas que identifica com o "Consenso de Washington".

²⁷ LERDA, Op. Cit., p.247, grifos nossos.

A tendência de liberalização dos fluxos de capital que se tornou dominante no mundo contém por si só, talvez, a melhor ilustração de uma mudança não prevista à qual os países tiveram que se adaptar. Segundo Hebl et alii, os países desenvolvidos foram muitas vezes levados a abandonar os controles de capital que praticavam :

"durante os anos 70 e 80 os controles nacionais sobre capitais se tornaram menos efetivos a partir do momento em que a existência dos mercados permitiu a evasão de tais controles, ao mesmo tempo em que os países da OCDE se tornavam crescentemente vulneráveis à atividade especulativa devido à grande escala dos movimentos de capitais. Embora os controles de capitais tenham continuado a permitir uma diferença entre as taxas de juros doméstica e internacional, eles se provaram cada vez menos efetivos tanto para controlar o nível dos fluxos financeiros globais quanto para regular o seu impacto doméstico. Conseqüentemente, os governos da OCDE abandonaram os controles nacionais sobre capitais, eliminando portanto as barreiras formais entre os mercados financeiros doméstico e internacional. Em alguns casos esse processo de liberalização se deveu a motivos ideológicos; em outros a liberalização ocorreu porque os governos não mais pareciam capazes de alcançar os objetivos econômicos nacionais ou de atrair o investimento internacional".²⁸

Outros autores sustentam que a liberalização dos fluxos de capitais ocorreu de forma totalmente alheia à vontade ou aos interesses de quaisquer governos nacionais. Para eles, a globalização financeira resulta basicamente da revolução tecnológica na telecomunicação, cuja eficiência cada vez maior, com binada a custos decrescentes, teria comprometido a viabilidade de quaisquer planos de separação entre mercados financeiros, eliminando a capacidade dos governos de controlar os fluxos de capital. As tentativas de se manter barreiras entre os mercados financeiros nacionais e global resultariam inócuas, tendo como o único resultado a transferência dos primários para o exterior. Um caso exemplar seria a proibição nos anos 90, pelo Ministério das Finanças Japonês, das operações com derivativos sobre o Índice Nikkei, o que resultou simplesmente na transferência da negociação dos contratos para o mercado de Cingapura.

²⁸ Op Cit, p 215-216, grifos nossos.

Decorrente do raciocínio exposto acima que a percepção da inocuidade dos controles sobre capitais por parte dos governos nacionais funciona com o um incentivo para a sua remoção, dado que os países que promovem a liberalização unilateral da conta de capital são beneficiados pela atração dos negócios financeiros internacionais. Isto explicaria o processo de desregulamentação financeira com petitiva que teve lugar a partir do início da década de 1970, sinalizando também a pouca probabilidade de um retorno à regulamentação em nível global: sempre haveria um ou mais países desejando oferecer um porto seguro para os capitais offshore, configurando assim uma situação clássica de *free-riding*.

Embora atualmente ocorra clara convergência internacional no sentido da crescente liberalização dos controles sobre fluxos de capital, a ideia de uma globalização econômica inevitável para todos os países não parece corresponder, ao menos nos dias de hoje, à realidade. A final, ainda há vários países que praticam este tipo de controles. Além disso, verificam-se grandes disparidades entre os ritos de integração de países semelhantes entre si à economia global, o que parece sinalizar para a insuficiência das explicações baseadas tanto em determinismos tecnológicos quanto em poder hegemônico. Em diversos casos, a abertura não parece ter se dado apenas com o resultado de pressão irresistível de ordem externa ou da constatação da ineficiência dos controles internos, mas também pela ação de grupos de interesse domésticos.²⁹ Walter³⁰ enumera vários exemplos de grupos de interesse que, dependendo das condições, poderiam pressionar os governos em favor da abertura e da liberalização: o setor financeiro, pressionado pelo aumento de oportunidade de operar em um país "fechado" após a revolução na teleinformática; as filiais de corporações multinacionais, movidas pelo desejo de segurança em relação ao repatriamento de lucros para as suas matrizes; as empresas domésticas, buscando fontes mais baratas de financiamento; o eleitor de classe média, que tende a favorecer o controle da inflação e a maximização de suas opções de investimento associados à abertura; e o próprio governo, impulsionado pela possibilidade de acesso a capitais internacionais com o fim de financiar suas dívidas ou seus investimentos.

²⁹ A abordagem "racionalista", que enfoca o papel dos grupos de interesse, foi desenvolvida nos anos 1990, inicialmente por Jerry Frieden e Ronald Rogowski. Ver, por exemplo, FRIEDEN e ROGOWSKI (1996) e BRUNE et al. (2001).

³⁰ Op. cit.

As instituições também parecem ter, muitas vezes, um papel fundamental para a liberalização: a existência de democracia, por exemplo, levaria os governos a analisar a oportunidade da abertura em termos de ganhos eleitorais: se os custos da abertura recaírem sobre grupos sociais com fraca influência política ou pouco peso eleitoral, os governos têm incentivo para empreender a liberalização. Caso isto não corresponda à realidade, os governos podem escolher aceitar os custos do fechamento ao mercado global em troca dos ganhos eleitorais que disto adviriam. Dessa forma, o fechamento continuaria se apresentando, ao menos no curto prazo, com o um a opção viável em alguns casos. Racibcínios análogos também podem ser desenvolvidos com relação à importância de Bancos Centrais, Ministérios das Finanças e outras instituições para a definição da abertura ou não aos mercados globais.³¹

Com o virmos, existem diferentes interpretações para os motivos pelos quais os países têm se integrado à economia globalizada. Querem os crer que ao poderio da potência hegemônica (manifesto tanto no campo econômico e militar quanto no das idéias) devam os acrescentar o papel da tecnologia, das instituições, dos grupos de interesse e de elementos historicamente contingentes com o fatores explicativos. As pressões pela liberalização têm origens tanto internas quanto externas, tanto no setor público quanto no privado, tanto nos países desenvolvidos quanto naqueles em vias de desenvolvimento. Segundo Lerda,

"a crescente mobilidade do capital - tangível e intangível, real e financeiro - controlado por agentes econômicos transnacionais que operam de maneira cada vez mais desterritorializada, foi traduzindo-se em exigências e promessas - concretas e potenciais, explícitas e implícitas, dos mercados e das próprias hierarquias corporativas transnacionais - às quais os governos nacionais não puderam resistir".³²

Isto permite concluir que os países que se viram levados a abandonar os controles sobre capitais o fizeram para atender às "exigências" da globalização, enquanto aqueles que escolheram o caminho da liberalização o fizeram em baldos por suas "promessas". A os primários, a alternativa

³¹ Para maiores detalhes cf. WALTER, op. cit.

³² Loc. cit., grifos nossos.

à justificação ideológica ex-post para a abertura seria o reconhecimento de sua fragilidade ou incapacidade; aos segundos, a justificativa ex-ante permitiria o acesso às inimagináveis benesses do mercado global de capitais. Se em muitos casos as políticas da globalização foram impostas aos países em desenvolvimento pelos detentores do poder, em outros tantos fica claro que a adesão a essas políticas foi involuntária, resultado do que Stiglitz qualifica com o apelido "inesistível" do acesso facilitado aos fluxos de capital externo.³³

Ainda que a adesão dos países à ideologia liberalizante varie quanto aos seus motivos, a tendência é, inequivocamente, de aprofundamento e expansão da globalização econômica. A velocidade do processo parece assumir uma progressão geométrica, pois o efeito da associação - soberana ou não - dos governos à internacionalização dos mercados é o incremento dos fluxos comerciais e financeiros globais, o que reforça ainda mais "as exigências e promessas" da globalização.³⁴ Segundo Heil et alii,

"a intensidade e a extensão crescentes dos fluxos financeiros globais, combinadas com a tendência de liberalização dos mercados financeiros nacionais, a ausência de controle sobre capitais nacionais, e o movimento em direção a regimes de câmbio flexível, sugerem uma mudança qualitativa em andamento implicando em maior integração financeira global".³⁵

Resulta disso que atualmente, mesmo por parte de seus críticos, há um quase consenso no sentido de que a globalização econômica, ainda que injusta, "é um jogo que precisa ser jogado". Com o afirmacampo, "de vários modos, a ordem globalizada neoliberal continua a se aprofundar, enquanto os processos contrários avançam em passo lento".³⁶ Se o jogo da globalização é - como parece - inevitável, cabe estudar suas

³³ Op. cit. Cabe adiantar que o autor lembra que os ganhos imediatos obtidos nos tempos de expansão da liquidez internacional geram pesados custos nos momentos de contração, em que os empreendedores internacionais exigem taxas de juros mais altas para dar continuidade aos fluxos de empréstimos.

³⁴ Para dados detalhados sobre a evolução da abertura global à mobilidade de fluxos de capital, ver BRUNE et al. (2001) e EDISON et al. (2002).

³⁵ Loc. cit.

³⁶ O CAMPO (2002), p.1.

regras, especialmente porque a países com o Brasil caberia, neste contexto, o papel de "ajudar a dar forma à globalização, a fazê-la funcionar, não apenas para os ricos do país, mas para todos".³⁷

1.5. RESUMO

Neste capítulo procuramos discutir diferentes opiniões a respeito das características e das causas da globalização contemporânea, que definimos como "um processo de integração econômica global, tecnológica e política conduzido, que expõe crescentemente os agentes privados e os governos à competição internacional". Apresentamos os três tipos de visão sobre o assunto: (1) a dos autores que entendem a globalização como obra dos governos e das grandes corporações dos países desenvolvidos em geral, e especialmente dos EUA, com o objetivo de transformá-la de acordo com seus interesses; (2) a daqueles que acreditam que a globalização tenha surgido, ao menos em parte, como fruto da reação destes mesmos países a eventos fora do seu controle; e (3) a dos autores que consideram a globalização como uma decorrência incontornável da evolução tecnológica. Nossa conclusão é de que o rápido impulso globalizante que presenciamos nas últimas décadas pode ser explicado por uma combinação dessas correntes interpretativas, possuindo determinantes político-sociais, institucionais e tecnológicos que se reforçam mutuamente, tornando a liberalização econômica uma tendência (praticamente) inevitável.

³⁷ STIGLITZ, Op. cit., p.23., tradução nossa. Consideramos, como será discutido mais adiante, que um dos maiores perigos para o Brasil seria desamparado esse papel, sendo tomado por editais visando ao fortalecimento do Mercosul, num processo de crescente inserção competitiva na economia mundial.

II - G L O B A L I Z A Ç Ã O E P O L Í T I C A
M A C R O E C O N Ô M I C A

II. GLOBALIZAÇÃO E POLÍTICA MACROECONÔMICA

2.1. INTRODUÇÃO

Este capítulo tem como objetivo aprofundar a discussão anterior a respeito das "promessas" e "exigências" da globalização econômica, descrevendo os benefícios e os custos da integração ao mercado internacional. Entendem os que esta discussão se justifique pelo fato de que a inserção econômica global do Brasil e da Argentina é hoje dada com o fato consumado, com tudo o que isso possa representar em termos de oportunidades e restrições, e pela conseqüente constatação de que é nesse contexto de inserção que se deverá dar a desejada integração macroeconômica entre os dois países. Em primeiro lugar procurarem os demonstrar com o, para além do benefício a setores e grupos de interesse específicos, a liberalização econômica pode representar uma opção interessante para as sociedades com o um todo, dado que é capaz, em princípio, de impulsionar o crescimento econômico dos países. Em segundo lugar, passarem os a uma discussão, apoiada no conceito de "trindade impossível" ou unholy trinity, a respeito das restrições à condução da política macroeconômica enfrentadas pelos governos dos países integrados à economia global, e verem os com o a com petição por capitais os obriga a perseguir a estabilidade macroeconômica. O capítulo se encerra com uma apreciação de possíveis maneiras de se contornar o problema do viés deflacionário implícito no conjunto de opções de políticas disponíveis, fato relacionado à insuficiência de instrumentos econômicos para garantir a consecução conjunta de metas de crescimento e de equilíbrio financeiro.

2.2. OPORTUNIDADES DA GLOBALIZAÇÃO

Vimos no capítulo anterior que a avassaladora e crescente velocidade com que a liberalização econômica e o movimento de integração dos países ao mercado global se têm propagado não parece poder ser explicada apenas

com o resultado de fatores exógenos a estes países, com o a evolução tecnológica ou as pressões da potência hegemônica. Muitas vezes, a decisão final pela liberalização se afigura como endógena, resultando da interação entre o ambiente institucional e os interesses e avaliações políticas de governos e grupos de interesse constituídos. Ora, se isto é verdade e os países muitas vezes têm um papel ativo na promoção da abertura econômica, é evidente que a globalização pode apresentar vantagens para estes países ou para grupos dentro deles. A observação sugere, inclusive, que estas vantagens podem ser relevantes a ponto de se prosseguir com o processo de abertura mesmo em face de pesados custos. Walter, por exemplo, ao tratar dos países em desenvolvimento que enfrentaram crises financeiras e cambiais nos últimos anos, observa que

"a maior parte dos países atingidos por crises não voltou aos controles de capitais. Ao contrário, esses países se comprometem com um conjunto de reformas institucionais domésticas que alguns argumentam que consistem em tornar o mundo seguro para o capitalismo financeiro global".³⁸

Entendem os que, para além dos ganhos restritos a grupos de interesses específicos, a globalização oferece - ao menos em tese - um consistente conjunto de oportunidades de desenvolvimento econômico, potencialmente benéfico para o conjunto das sociedades. Acreditamos que estas oportunidades possam ser divididas em dois grupos principais, quais sejam, o acesso aos mercados e o incentivo à condução responsável da política macroeconômica.³⁹ Em primeiro lugar, integrar-se aos mercados globais significa não somente abrir-se a eles, mas também, em princípio, acessá-los livremente. Em outras palavras,

"os mercados globais oferecem maior oportunidade para as pessoas penetrarem em mercados abertos e numerosos ao redor do mundo.

³⁸ O p. cit., p.5

³⁹ Estes são os dois efeitos que consideramos mais importantes para nossa análise, não sendo de maneira alguma, porém, os únicos apontados pela literatura. Uma lista completa incluiria o fortalecimento do sistema financeiro, a diminuição das assimetrias de informação, a redução no risco proporcionada por novas oportunidades de diversificação, o aumento da eficiência na alocação do capital, ganhos de especialização e outros. Para informações detalhadas, ver APOSTOLAKIS e CROZET (2003), p.7, e IFS (2003).

Isso quer dizer que elas podem ter acesso aos fluxos de capital, tecnologia, importações mais baratas, e maiores mercados para exportação".⁴⁰

Este é o rationale por detrás da decisão de muitos países em se abrir aos fluxos comerciais e financeiros globais, mesmo quando não forçados a isso. O mercado global tem um apelo "irresistível" porque ele permite aos países, com o sugerem evidências teóricas e empíricas, crescer além do que seria possível se permanecessem em situação autárquica ou semi-autárquica.⁴¹

As consequências positivas do acesso ampliado aos fluxos de capitais externos são claras: em primeiro lugar, a maior oferta implica na queda do custo do capital e portanto na redução da taxa de juros doméstica. Isto impulsiona o investimento doméstico e o déficit em conta corrente, resultando portanto em maior crescimento econômico. Um estudo do Banco Mundial mostrou que os países em desenvolvimento mais abertos aos fluxos financeiros internacionais experimentaram um crescimento médio de 5% ao ano na década de 1990, contra um médio de 1,4% para os países com políticas mais restritivas. Também na década de 1980 se verificou acentuada diferença entre as taxas de crescimento dos países mais emenos liberais em relação aos fluxos de capital. O efeito de longo prazo é pronunciado: no período compreendido entre 1980 e 1999, as economias dos países em desenvolvimento mais integrados à economia global cresceram 125%, contra um crescimento de apenas 25% no grupo de países menos integrados.⁴² Além disso, há estudos que mostram que os países que liberalizam seus setores financeiros experimentam taxas de crescimento mais voláteis do que os outros e têm mais sucesso na redução da pobreza.⁴³ Estes fatores provavelmente explicam a evolução de longo prazo nos volumes dos fluxos líquidos de capitais para os países em desenvolvimento, retratada no gráfico 2.1.⁴⁴

⁴⁰ FMI (2000)

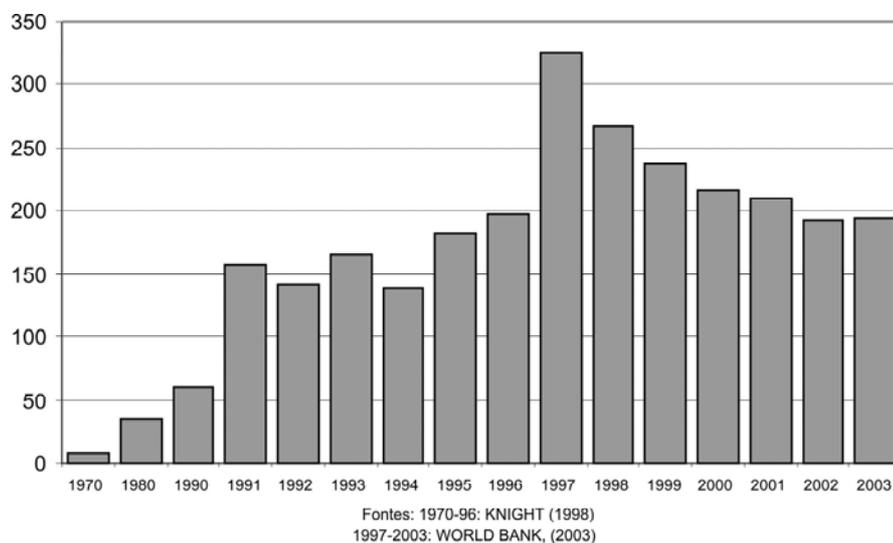
⁴¹ Cf. por exemplo IFS (2003), FMI, op.cit., e GUNDLACH e NUNNENKAMP (1996), pp.180-185. O apêndice 1 do presente capítulo trata da relação entre as contas corrente e de capital, mostrando com o superávit na conta de capital financiamos déficits em conta corrente, permitindo assim a economia crescer lançando mão de recursos externos.

⁴² Cf. WORLD BANK (2002), IFS (2003) e SCHMIDT-HEBBEL (2003).

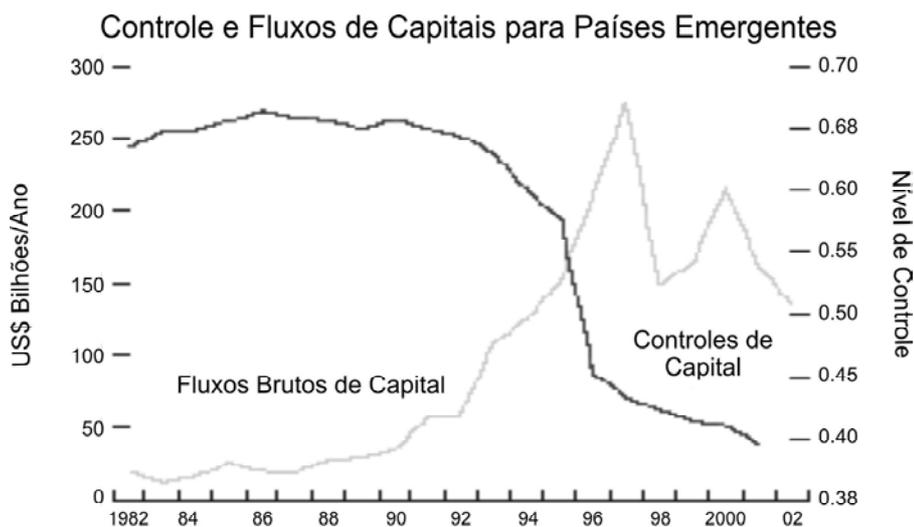
⁴³ Cf. IFS (2003). O estudo que tratou da volatilidade das taxas de crescimento demonstrou um período de aumento da volatilidade imediatamente após a liberalização, seguido de uma queda abaixo dos níveis originais.

⁴⁴ Os motivos da queda nos fluxos de capital verificada após 1998 serão tratados mais adiante.

Gráfico 2.1 - Países em Desenvolvimento: Fluxo de Recursos Líquidos (US\$ bilhões/ano)



O intenso crescimento dos fluxos no período está diretamente relacionado com a eliminação de controles sobre capitais nesses países, com o se pode verificar no gráfico 2.2.



Fonte: adaptado de FMI (2003), p. 98

Se a liberalização financeira é vista com o algo bom, a tendência é de que a abertura comercial também seja positivamente avaliada, dado que a maior integração comercial induz o crescimento dos fluxos de capitais. Segundo A poteker e Crozet, esta indução ocorre das seguintes maneiras:

1. Fluxos de comércio crescentes precisam ser financiados por fluxos financeiros similares;

2. O investimento estrangeiro direto (IED) crescente tem levado inicialmente à integração comercial, e depois à integração industrial. À medida que o IED e as multinacionais se desenvolvem, mais fundos se fazem necessários para financiar as companhias internacionais recorrem cada vez mais a bancos e ao mercado acionário, levando portanto ao crescimento dos fluxos financeiros⁴⁵;

3. A inclusão dos serviços nas negociações da OMC (GATS) e o processo de liberalização aumentam o escopo da abertura comercial e levam a um aumento dos fluxos financeiros;

4. À medida que a globalização se expande, áreas de livre comércio vão sendo criadas. A maior integração comercial requer uma integração financeira mais forte, com o demonstrado pelo estabelecimento da Moeda Comum Europeia.⁴⁶

Segundo os autores, a análise da história recente da economia mundial demonstra que os fluxos financeiros e comerciais tendem a se mover de forma conjunta.

Muito além de ser indutor do crescimento dos fluxos financeiros, porém, a integração comercial possui atributos próprios: existe evidência científica de que, tanto quanto a abertura financeira, a abertura e a maior participação no comércio internacional promovem o crescimento e a

⁴⁵ A qui, portanto, o estímulo se inicia no sentido inverso, com os fluxos financeiros (IED) induzindo os comerciais, que por sua vez estimulam fluxos financeiros de outras categorias além do IED.

⁴⁶ Ainda que a lógica deste último item seja irreparável, sua "demonstração" carece de validade, dado que a integração financeira na Europa atende aos requisitos do Artigo Único Europeu, que prescreve Maastricht.

melhoria do padrão de vida no país em que ocorrem.⁴⁷ As vantagens da abertura comercial provêm principalmente dos ganhos de especialização no bem ou bens em que o país possui vantagem comparativa (através de ganhos de produtividade, de menores custos de produção, etc.) e do conseqüente aumento da competitividade internacional derivado da concentração dos esforços de inovação e de eficiência produtiva nesse enorme número de bens.⁴⁸

Segundo o FMI,

“os benefícios da liberalização comercial podem exceder os custos em um fator superior a dez. Os países que abriram suas economias em anos recentes, incluindo a Índia, o Vietnã, e Uganda, experimentaram crescimento mais rápido em aborredução da pobreza. Em média, os países em desenvolvimento que reduziram fortemente suas tarifas nos anos 1980 cresceram mais rapidamente nos anos 1990 do que aqueles que não o fizeram.”⁴⁹

A estimativa dos ganhos potenciais advindos de uma eventual eliminação completa das restrições ao comércio no mundo é astronômica:

“(...) os ganhos potenciais da eliminação das barreiras comerciais remanescentes são consideráveis. As estimativas dos ganhos da eliminação de todas as barreiras ao comércio de mercadorias variam de 250 bilhões de dólares a 680 bilhões de dólares por ano.”⁵⁰

Ademais, ainda que se avalie que em termos absolutos os países desenvolvidos se fossem beneficiar da abertura mais do que os países em desenvolvimento, isto não é verdade quando se olha para os ganhos com o proporção do PIB:

⁴⁷ Cf. FMI (1997) e FRANKEL e ROMER (1999).

⁴⁸ Cabe apontar, entretanto, que estas vantagens são as principais, mas não as únicas. Outros fatores também são bastante relevantes, como o aumento da variedade na oferta de bens aos consumidores (aumentando o excedente do consumidor e satisfazendo a sua “demanda por diferença”), o incentivo à prática de políticas econômicas consistentes (do qual trataram os mais adiante), etc. Para um tratamento completo do tema, ver WILLIAMSON (1996).

⁴⁹ FMI (2001), p.1.

⁵⁰ *Loc. cit.*

"cerca de dois terços destes ganhos caberiam aos países industriais. Mas o valor que caberia aos países em desenvolvimento ainda seria mais do que o dobro do nível de auxílio que eles recebem atualmente. Além disso, os países em desenvolvimento ganhariam mais com a liberalização do comércio global do que os países desenvolvidos, em termos de percentagem do seu PIB, porque as suas economias são mais protegidas e porque eles enfrentam barreiras maiores"⁵¹

Estas considerações provavelmente explicam a evolução de longo prazo nos volumes dos fluxos comerciais nos países em desenvolvimento e no mundo em geral. O nível de integração comercial da economia global é usualmente medido pela proporção entre os fluxos de comércio (ou seja, a soma de exportações e importações) e o produto interno bruto mundial. No intervalo compreendido entre os anos de 1970 e 2000, esta proporção cresceu de cerca de 25% para mais de 45%, confirmando uma tendência histórica de integração internacional que remonta pelo menos ao século XIX, ligada à industrialização e às melhorias contínuas nos sistemas de transporte e nos meios de comunicação.

Com o tempo, a liberalização dos controles sobre fluxos financeiros parece ser uma característica central da globalização econômica contemporânea e uma condição sine qua non para o acesso dos países aos mercados internacionais de capitais. De mesma forma, a liberalização dos controles sobre fluxos comerciais se apresenta como uma condição necessária, num sistema regido pela Organização Mundial do Comércio, para o acesso aos mercados de exportação globais. Esta condicionalidade de acesso sinaliza não somente para oportunidades como também para restrições à autonomia dos governos nacionais. Algumas das mais importantes críticas à globalização contemporânea estão baseadas, como expusimos, no fato de que este é um processo que tem se desenvolvido em bases essencialmente assimétricas, especialmente no que diz respeito à liberalização comercial. Entendem os que este seja, de fato, um dos principais entraves que atualmente se apresentam ao alcance do pleno potencial de ganhos econômicos e sociais do processo de integração. A liberalização financeira, por sua vez, parece possuir problemas estruturais - e de tal ordem que

⁵¹ Loc. cit. Além disso, os recursos destinados a subsidiar a produção interna podem ser redirecionados para outros fins.

permaneceriam mesmo no caso de uma liberalização absolutamente simétrica. Acreditamos que a eliminação dos controles sobre capitais representa um desafio permanente para as autoridades dos países em que seja implantada, especialmente quando se trata de países em desenvolvimento, que tendem a necessitar de financiamento externo com mais intensidade e urgência do que os países desenvolvidos. É na necessidade de capitais externos, portanto, que a globalização se manifesta mais claramente como um fator de restrição à liberdade de escolha dos gestores em relação à execução da política macroeconômica.

Segundo Erich Gundlach e Peter Nunnenkamp,

"se quiserem participar da globalização, os países em desenvolvimento devem reconhecer que eles não estão mais livres para perseguir as políticas econômicas de que gostem. Ao que parece, não há alternativas de política promissoras além de perseguir a estabilidade macroeconômica, encorajar o investimento em capital físico e humano, e permitir fluxos internacionais de comércio e de capitais em grande medida inrestritos".⁵²

Não atender a estas pré-condições - ou atendê-las apenas parcialmente - pode acarretar, com o verem os mais adiantes, situações de grande vulnerabilidade econômica por parte dos países em desenvolvimento. A tendê-las, por outro lado, tem restringido ainda mais a já limitada liberdade de escolha e aplicação, por parte dos governos, dos instrumentos de política macroeconômica disponíveis para a promoção da estabilidade financeira, do crescimento econômico e do nível de emprego, isto é, do bem-estar social.

Discutiremos a seguir, com base nas implicações do modelo de Mundell-Fleming, uma visão geral das restrições fundamentais à aplicação dos instrumentos de política macroeconômica para a consecução conjunta dos objetivos econômicos de equilíbrio e crescimento, procedendo ao mesmo tempo a uma discussão a respeito dos elementos de condicionalidade adicionais que resultam das características inerentes ao atual processo de globalização econômica.

⁵² GUNDLACH e NUNNENKAMP (1996), p.180.

2.3. OPÇÕES DE POLÍTICA MACROECONÔMICA

As políticas fiscal, monetária, e cambial constituem, com o auxílio de conhecimento corrente, os instrumentos disponíveis para a ação governamental no campo da macroeconomia.⁵³ Tais instrumentos nem sempre se mostram suficientes, entretanto, para o atingimento das metas de crescimento e equilíbrio financeiro desejadas pelas autoridades econômicas.

Em finais da década de 1950 já se discutia a noção de que a efetividade da política macroeconômica de um determinado país está condicionada à disponibilidade de tantos instrumentos de política quantas forem as metas que se deseja alcançar.⁵⁴ Tal princípio ganhou prestígio no início dos anos 60, quando se tomava crescentemente importante a ideia do alcance simultâneo do equilíbrio macroeconômico interno⁵⁵ e externo⁵⁶, preocupação justificada pelo fato de que as economias nacionais de então, com o virmos, se abriam cada vez mais à economia mundial.

Foi nesse contexto que os economistas Robert Mundell e Marcus Fleming desenvolveram, de forma independente, aquilo que mais tarde ficaria mundialmente conhecido com o "modelo Mundell-Fleming", um desenvolvimento do modelo IS-LM⁵⁷ para economias abertas cujos efeitos de estática comparativa no curto prazo apontam para a potencial insuficiência dos instrumentos de política macroeconômica nessas economias.⁵⁸

⁵³ Para uma abordagem introdutória dos temas dos instrumentos de política macroeconômica, conferir MANKIW (1995) e HALL e TAYLOR (1989).

⁵⁴ Cf. TINBERGEN (1960)

⁵⁵ Definido por WILLIAMSON (1995) com o "o nível mais alto de demanda compatível com um controle prudente da inflação" (p.151).

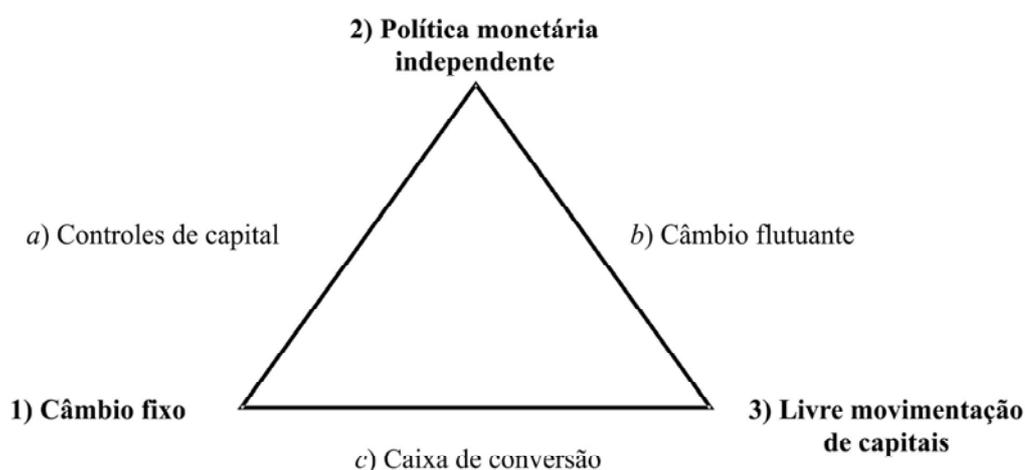
⁵⁶ Definido em sua forma genérica com o equilíbrio no balanço de pagamentos (WILLIAMSON, op.cit, p.151). O apêndice 2 do presente trabalho apresenta os conceitos de equilíbrio interno e externo em versão algébrica.

⁵⁷ Que é o modelo keynesiano tradicional de equilíbrio macroeconômico de curto prazo. A derivação deste modelo pode ser encontrada em qualquer livro-texto de economia, com o exemplo em MANKIW, op.cit.

⁵⁸ Cf. MUNDELL (1962) e FLEMING (1962), assim como as apresentações concisas de MANKIW

Uma desconcreta l3gica do modelo Mundell-Fleming⁵⁹ reside na impossibilidade de se adotar simultaneamente, numa economia aberta, uma poltica monetaria independente, um regime de cambio fixo e mobilidade de capital de curto prazo. Argumenta-se que seja possivel escolher, no maximo, duas dessas alternativas simultaneamente, o que permitira a um pais escolher entre tres opcoes basicas de politica economica. Este "trilema" pode ser representado, de modo esquematico, atraves da figura 2.1 abaixo, apelidada por Krugman de "o eterno triangulo"⁶⁰:

Figura 2.1: O "triangulo eterno"



Os lados a, b e c do triângulo representam políticas econômicas, enquanto os vértices 1, 2 e 3 representam objetivos de política econômica. Cada política permite a consecução de apenas dois objetivos, de modo que ao optar por um determinado regime, o formulador de política econômica abre mão de um objetivo.

Observa-se que o acesso aos mercados financeiros globais tem como pré-condição, com o avanço, o relaxamento dos controles de capital, o que necessariamente implica na escolha do vértice 3 e abandono da política a. Isso não quer dizer, em absoluto, que a combinação de câmbio fixo com

⁵⁹ Ver os trabalhos do Grupo de Estudos Bellagio-Princeton sobre Reforma do Sistema Monetário Internacional, especialmente de Robert Mundell, além de KRUGMAN (1998).

⁶⁰ Cf. KRUGMAN, op.cit. Outros nomes correntes na literatura são "trindade impossível" e "trindade incompatível" e "unholy trinity".

autonomia na condução da política monetária, típica do sistema de Bretton Woods, não possuía seus defensores. Barry Eichengreen afirma que “durante décadas após a 2ª Guerra Mundial, os limites à democracia substituíram os limites à mobilidade de capital com o objetivo de isolamento às pressões do mercado”.⁶¹ Em 1998, Paul Krugman afirmava que

“todo mundo sabe como o controle deficiente do capital prejudica a eficiência econômica. Mas é preciso combater estes custos com as opções. Por exemplo, os esforços do Brasil para manter a liquidez e a confiança vão provavelmente levar ao crescimento próximo de zero este ano e a algo em torno de 3% negativos no próximo, numa economia que precisa de crescimento em torno de 5% para impedir que o desemprego aumente. Pensem nisto”.⁶²

A vantagem dos controles de capital é clara em relação à “inunização” em relação a ataques especulativos, dado que esses controles impossibilitam qualquer tentativa de “flight to quality”. Não há nem de longe consenso, entretanto, quanto à superioridade ou à propriedade dessa escolha. A final, argumenta-se, controlar os fluxos de capitais termina por prejudicar os países, especialmente os emergentes, por inibir as entradas de capital externo. Nas palavras de Milton Friedman,

“alguns economistas, principalmente Paul Krugman e Joseph Stiglitz, sugeriram que se resolvesse o problema [dos ataques especulativos] abandonando a livre movimentação de capital e a Malásia seguiu esse curso. Na minha opinião, essa é a opção possível. Os países emergentes precisam de capital externo - e particularmente da disciplina e do conhecimento que vêm com ele - para fazer o melhor uso possível de suas capacidades. Ademais, há uma longa história demonstrando que os controles de câmbio são porosos e a tentativa de implantar esses controles invariavelmente leva à corrupção e à ampliação dos controles do governo, o que dificilmente seria um meio de sustentar um crescimento saudável”.⁶³

⁶¹ EICHENGREEN apud KRUGMAN, loc. cit.

⁶² Cf. KRUGMAN, op. cit., p. 1. Os “esforços do Brasil para manter a liquidez e a confiança” perdurariam por meses de três meses após a publicação do artigo, terminando com a desvalorização de janeiro de 1999. Segundo a CEPAL (2002b:122), o PIB brasileiro cresceu 0,1% em 1998 e 0,8% em 1999.

⁶³ FRIEDMAN (1998).

Em consonância com a opinião de Friedman, o que se verifica hoje é, com o virmos, uma tendência "definitivamente em direção à liberalização dos controles domésticos de capital".⁶⁴ Entendem os que a um país que tenha optado pela integração aos mercados financeiros globais, caracterizados pela alta mobilidade de capitais especulativos, as opções realistas de política que se apresentam estão representadas nos lados b e c do triângulo, ou seja, a escolha relevante passa a ser entre estabilidade cambial e autonomia da política monetária. Se o governo opta, por exemplo, por controlar o nível de preços lançando mão de uma âncora cambial (um *currency board*, por exemplo), ele automaticamente abre mão da liberdade de condução da política monetária, pois deverá ajustar a oferta monetária ao nível adequado para a manutenção da paridade cambial. Se, por outro lado, ele pretende se utilizar da política monetária para controlar a oferta de moeda e portanto a inflação, deverá permitir a flutuação cambial.

Ambas as opções têm problemas: a estabilidade cambial gera confiança na manutenção do poder de compra da moeda, mas pode acarretar sérias dificuldades quando combinada à livre movimentação de capitais de curto prazo. Em primeiro lugar, com o lembrem Held et al., a globalização financeira implica na determinação em grande parte internacional das taxas de juro domésticas, o que leva a uma convergência das taxas de juro expressas em moeda com as das taxas reais de retorno. Dessa forma, "sob um sistema de taxas de câmbio fixas, os governos devem aceitar a taxa de juros necessária para sustentar a paridade entre as moedas"⁶⁵, com tudo o que isso pode significar em termos de aumento da dívida pública e desaquecimento da economia. Em segundo lugar, a manutenção da taxa de câmbio nominal tende a gerar atrasos cambiais, o que se reflete em perda de arrecadação tributária nas operações vinculadas ao comércio exterior, aumento do déficit comercial e diminuição do estoque de reservas internacionais.⁶⁶ Esta situação de maior fragilidade das contas públicas leva, por sua vez, à desconfiança dos investidores internacionais. Segundo Krugman, "(...) se o país tenta conservar a liquidez - permitindo fluxos irrestritos de capital, ficará sujeito a graves ataques especulativos toda vez que o mercado suspeitar que preocupações com a estabilização vão levar à

⁶⁴ HELD ET AL., op. cit., p. 216

⁶⁵ Loc. cit. Grifos nossos.

⁶⁶ Cf. LERDA, op. cit., p. 253

desvalorização".⁶⁷ Em outras palavras, toda vez que se receasse um afrouxamento na política monetária, gerando inflação e portanto desvalorização da moeda nacional frente ao dólar, haveria fuga em massa de capitais.

A combinação alternativa de livre movimentação de capitais e política monetária autônoma - em um regime de câmbio flutuante - representa para o país, por sua vez, uma espécie de "seguro" contra ataques especulativos. Friedman, que defende esta opção, observa que

"no sistema de câmbio flutuante não pode haver, e nunca houve, uma crise cambial, em bora possa haver crises internas, como no Japão. A razão é simples: as mudanças no câmbio absorvem as pressões que, de outra forma, conduziriam a crises em um regime que tentasse administrar uma taxa de câmbio em um tempo, a independência monetária doméstica".⁶⁸

Num regime de câmbio flutuante, entretanto, a volatilidade das taxas de câmbio pode se tornar alta demais. Nas palavras de Krugman,

"caso não adote limitações à mobilidade do capital, um governo que insistir em manter sua capacidade de adotar o ajuste vai necessariamente ser forçado a abrir mão da confiança - significando dizer que adotará taxa de câmbio flutuante e aceitará a ideia de que, de vez em quando, a taxa de câmbio oscilará 50% num ano ou 15% num mês".⁶⁹

O problema da excessiva volatilidade cambial está no fato de que há uma relação estreita e rígida entre desvalorização cambial e inflação (o conhecido problema do *exchange rate pass-through*, ou seja, da transmissão de flutuações na taxa de câmbio nominal para a inflação doméstica⁷⁰). Ora, se teoricamente a adoção do sistema de câmbio flutuante significa um alargamento da amplitude de escolha por parte da autoridade econômica, pois ao autorizá-

⁶⁷ Loc. cit.

⁶⁸ FRIEDMAN, op. cit.

⁶⁹ Loc. cit. O autor usa o termo "ajuste" para designar a autonomia na condução da política monetária, e "confiança" para a manutenção de câmbio fixo ou administrado.

⁷⁰ A taxa de inflação em uma economia aberta pode ser definida com o $\pi = \alpha PNT + (1 - \alpha)PT$, onde PT corresponde ao preço dos *tradables* e PNT ao dos *non-tradables*. O *pass-through*, evidentemente, refletir-se-á sobre a parcela dos *tradables*.

Na prática da política monetária, permite fixar a taxa de juros desejada, deixando que a taxa de câmbio se mova de forma a assegurar a paridade com os outros países, na prática isto nem sempre é verdade. A finalidade do *pass-through* sem anifestar em nível acentuado, a autonomia do governo na condução da política monetária é reduzida, pois o controle da inflação derivada das desvalorizações cambiais se dará pela elevação da taxa de juros paga sobre os títulos públicos. Isto pode, por sua vez, levar a uma situação de crescimento descontrolado da oferta de dívida pública, de desaquecimento da economia pela queda no investimento privado e de debilitação do sistema bancário.⁷¹ Além disso, países que concentrem parcela importante de seus passivos públicos ou privados denominada em moeda estrangeira podem se fragilizar com o aumento repentino de suas dívidas. Embora para economias robustas como a dos EUA ou a do Japão seja relativamente fácil suportar variações cambiais bruscas, o mesmo não ocorre com a maioria dos países emergentes. Não é por outro motivo que muitos economistas defendem que "a carga da dívida externa e o risco de inflação resultante da maior oscilação da moeda tornam o lado do câmbio relativo à taxa flexível algo inaceitável para muitas economias menores".⁷²

O que se tem observado nos últimos anos, entretanto, é uma tendência generalizada e crescente de abandono do câmbio fixo em favor do flutuante, ou seja, pela preservação da autonomia monetária em detrimento da estabilidade cambial. Segundo H ebl et alii,

"o número de países operando taxas de câmbio flutuantes se expandiu significativamente desde os anos 80 de 40% para mais de 60%. A principal característica do sistema monetário contemporâneo é, portanto, uma mudança nos regimes de câmbio fixo para os regimes de câmbio flexível".⁷³

Em nosso entender, a escolha do regime cambial na ausência de controles sobre capitais de curto prazo está, na maior parte das vezes, relacionada à avaliação das autoridades econômicas quanto à melhor forma de garantir a continuidade e o crescimento do fluxo de investimentos externos. Isto, com o verem os adiante, depende fundamentalmente da

⁷¹ Cf. LERDA, loc. cit.

⁷² KRUGMAN, loc. cit.

⁷³ Loc. cit.

percepção dos investidores estrangeiros a respeito do risco apresentado pelo país, o que nos leva à questão da "disciplina" imposta pela globalização.

2.4. ESTABILIDADE MACROECONÔMICA COMO OBRIGAÇÃO

Vimos que a lógica da globalização contém por si mesma um peso para os países, na forma da exigência de flexibilização dos fluxos financeiros, um pesado pedágio para a sua participação nos mercados globais. Na falta de controle sobre as movimentações de capitais, tanto um regime de câmbio fixo quanto um de câmbio flutuante podem se tornar bastante restritivos sob o ponto de vista da liberdade de ação das autoridades econômicas.

Aos países que desejam garantir sua estabilidade e financiar seu crescimento às custas - ao todo ou em parte - de capitais externos, dois desafios principais se apresentam: (1) com o atrair capitais externos, e (2) com o evitar a evasão dos capitais externos atraídos com sucesso (bem com o daqueles gerados internamente). A final, a liquidez internacional é finita e os investidores buscam a melhor combinação de risco e retorno, o que ocasiona uma competição interestatal ou "local" por recursos. Segundo Wagner,

"com competição local significa que países e regiões devem proporcionar boa infraestrutura (melhor infraestrutura do que os países ou regiões competidores) para atrair fatores de produção móveis. A boa infraestrutura aumenta o incentivo para os investidores estrangeiros diretos em investir neste país ou região e melhora as chances das empresas domésticas de atrair fatores de produção móveis estrangeiros ou evitar que os seus próprios fatores produtivos se movam para o exterior".⁷⁴

Ora, ocorre que um dos mais importantes fatores de competitividade "local" é justamente a estabilidade macroeconômica, cujos indicadores principais são os níveis da taxa de inflação, da dívida pública e da carga tributária (que tornam o país tão mais atraente quanto mais baixos forem).⁷⁵ Gundlach e Nunnkamp afirmam que

⁷⁴ Op. cit., p.6. Tradução nossa.

⁷⁵ Cf. WAGNER, loc. cit. Exemplos de outros fatores de competitividade relevantes são a segurança legal (direitos de propriedade, garantias de cumprimento de contratos, etc.), a segurança social, a estabilidade política e a infraestrutura física (estradas, energia, etc.).

"a estabilidade macroeconômica parece ser uma condição necessária para se participar da globalização. Num ambiente macroeconômico estável, pode-se esperar que o investimento seja maior porque os riscos são reduzidos. Mais investimento aumenta o estoque de capital por trabalhador, aumenta a produtividade do trabalho, e produz maiores rendas no longo prazo".⁷⁶

Os governos que tiverem sucesso em manter os indicadores de (in)estabilidade macroeconômica em níveis mais baixos do que os dos países "com petidores" tenderão a atrair capitais externos e evitar a evasão de capitais domésticos. Dessa forma, "os governos se sentem pressionados pela competição local a promover a competitividade internacional através da estabilidade macroeconômica[,] particularmente pela redução de impostos, dívida pública, e inflação".⁷⁷

A inflação possui especial importância em nossa análise, dado que os países que permitem a mobilidade de capitais têm no seu controle a prioridade número um de suas políticas econômicas. Isto é assim porque, como afirmam Gundlach e Nunnkamp, "o primeiro indicador de um ambiente de negócios sadio é a estabilidade macroeconômica, isto é, a ausência de taxas de inflação altas e voláteis".⁷⁸ Taxas elevadas de inflação significam informação reduzida a respeito dos preços relativos, maiores riscos para os investimentos e maiores probabilidades de alocação equivocada de recursos. Isto faz com que os investidores optem por investimentos livres de inflação, ainda que menos produtivos, inibindo portanto a entrada de capitais e incentivando a sua saída dos países que não tiverem sucesso em controlar os aumentos generalizados nos preços domésticos. A drenagem de capitais, por sua vez, implica em pesados custos a serem arcados pelo país por ela atingido, na forma de "perda de produção (potencial), (...) aumento no desemprego e decréscimo na produtividade (particularmente se, como é freqüentemente o caso, os fatores mais produtivos e os investidores mais inovadores são também os mais móveis)".⁷⁹

⁷⁶ Op. cit., p.181.

⁷⁷ WAGNER, op. cit., p.7. Grifos no original.

⁷⁸ Loc. cit. Grifos nossos.

⁷⁹ WAGNER, op. cit., p.10.

A carga tributária e a dívida pública elevadas também são importantes indicadores de instabilidade, sugerindo, assim, com a inflação, uma situação de descontrolo das finanças públicas, caracterizada por déficits recorrentes:

"a inflação persistente é geralmente um produto caseiro, uma vez que os déficits orçamentais do governo são a sua razão principal. Isso se torna mais óbvio quando os déficits são financiados pela impressão de dinheiro. Alternativamente, quanto maior o déficit orçamental, maiores devem ser os impostos que os produtores e consumidores devem pagar. Impostos altos sobre os negócios diminuem o incentivo para investir e, portanto, reduzem o crescimento da produtividade: impostos altos sobre a renda reduzem o incentivo ao trabalho (exceto para o trabalho na economia informal) e, portanto, reforçam a pressão para aumentar impostos. Em consequência, os países com grandes déficits orçamentais e altas taxas de inflação são lugares relativamente pouco atraentes para os investidores internacionais, e não se pode esperar que experimentem crescimento económico forte no longo prazo".⁸⁰

Se os déficits orçamentais constituem o principal elemento causador de inflação, fica claro que a competição locacional implica, em última análise, em uma pressão sobre os governos no sentido de que persigam a disciplina e o equilíbrio fiscal. É aí que a carga tributária e o nível de endividamento público entram como importantes indicadores de competitividade, sinalizando o maior ou menor sucesso dos governos em reduzir suas despesas e seus impostos a níveis similares ou inferiores aos de seus concorrentes.

Pode-se concluir que a competição locacional derivada da globalização financeira pressiona os governos a adotar a disciplina fiscal em metáfora sob pena de enfrentarem sérios problemas de escassez de capitais.

2.5.5.2.5. VARIÁVEIS ALTERNATIVAS E SOLUÇÕES INTERMEDIÁRIAS

À primeira vista, a "disciplina" fiscal e monetária imposta pelos mercados financeiros globais aos países a eles integrados parece benéfica. Afinal, ao reduzir o grau de discricionariedade à disposição das autoridades

⁸⁰ GUNDLACH e NUNNENKAMP, p.180-181.

econômicas dos países, ela induz à obtenção de resultados mais saudáveis no que diz respeito aos agregados macroeconômicos. A algumas críticas, entretanto, apontam para os danos potenciais dessa "disciplina", que traria implícita uma série de relações entre instrumentos e objetivos de política econômica que tenderia a fazer com que os países adotassem políticas voltadas somente para a obtenção do equilíbrio financeiro, não deixando espaço para o incentivo ao crescimento econômico. Os que defendem este tipo de posição em geral acreditam que é possível, sim – ao contrário do que disseram os até agora – exercer controles (ainda que parciais) sobre os fluxos de capital, o que atenuaria as restrições sobre a execução da política macroeconômica que apontam os anteriormente. Esta crença se baseia na idéia de que o controle sobre os fluxos de capital de curto e curtíssimo prazos não inibe o financiamento externo de um país, dado que não se impõe sobre as categorias de investimentos estrangeiros voltados à economia real e não à financeira. Citando vários estudos sobre o assunto, John Williamson afirma que

"tem os fortes razões para acreditar que a liberalização do IED, do investimento em ações e do capital de longo prazo deveria ser benéfica para o crescimento; é habitualmente o último estágio – a abertura a fluxos ilimitados de dinheiro de curto prazo – que é problemático".⁸¹

O controle sobre os capitais de curto prazo, aliás, aumentaria a segurança da economia dos países que o praticassem, minimizando-os, em grande parte, contra a fonte de vulnerabilidade externa representada pela perspectiva sempre presente da possibilidade de fuga repentina desses capitais. Williamson cita o caso da Malásia em 1998 com o exemplo de país em que isto ocorreu.

Segundo William Branson⁸², o arcabouço teórico proposto na década de 1960 por Mundell associava o uso da política fiscal à obtenção do equilíbrio interno, a política cambial ao equilíbrio da conta corrente, e a política monetária à conta de capital. Para Colin Bradford⁸³, tal relação entre instrumentos e metas, ainda que engenhosa, apresenta o sério

⁸¹ WILLIAMSON (2000), p.39. Tradução nossa.

⁸² Cf. BRANSON (1995)

⁸³ Cf. BRADFORD (2003), p.3

problema de trazer consigo um viés deflacionário implícito. A final, para controlar a inflação de demanda, torna-se necessário lançar mão de uma política fiscal contractionista. Analogamente, uma política monetária contractionista é necessária para manter a taxa de juros doméstica mais elevada do que a taxa de juros internacional, e portanto atrair capitais externos. Finalmente, para controlar o déficit comercial são necessárias desvalorizações cambiais que restringem importações mesmo quando as exportações se expandem. A isso se soma o fato de que a associação acima esgota os instrumentos de política econômica sem que se possa tratar do problema da indução do crescimento econômico (via expansão monetária ou fiscal). A sugestão do autor é que se abandone as opções de política representadas pelos vértices do "triângulo eterno"⁸⁴ em favor de combinações intermediárias de políticas, possíveis mesmo sob as restrições impostas pela globalização:

"é possível adotar controles de capital seletivos e um regime cambial de intervenções gerenciadas que permita alguma autonomia na política monetária. Estes dois instrumentos para longe dos vértices criam mais espaço para a execução de políticas dentro do triângulo original do triângulo (...) [do que] as posições mais extremas de taxa de câmbio fixo, conta de capital inteiramente aberta e política monetária completamente autônoma"⁸⁵.

Tal combinação permitiria duas possibilidades "inovadoras". Em primeiro lugar, uma calibragem na qual se escolheria o nível de aplicação de cada política, de acordo com a necessidade do momento. Em segundo lugar, a criação de quatro instrumentos de política econômica, permitindo a perseguição simultânea das metas financeiras (controle da inflação, da conta de capital e da conta corrente) e de crescimento: política fiscal, política monetária, política cambial, e controle parcial sobre a conta de capital. A solução passaria, portanto, pela combinação de políticas fiscais de estabilização, regime cambial intermediário "substituindo os extremos de regimes fixos versus flutuantes"⁸⁶, e controles de capital seletivos "substituindo a falsa

⁸⁴ Chamadas por Williamson (2000) de "corner solutions".

⁸⁵ BRADFORD, op. cit., p.13. Grifos no original.

⁸⁶ Para Williamson, na maior parte dos países os regimes cambiais intermediários seriam preferíveis aos corner solutions do câmbio totalmente fixo ou totalmente flutuante. Ele tende a favorecer o sistema de "bandas monitoradas", que discutiremos mais adiante. Cf. WILLIAMSON (2000), pp.47-51.

dicotomia de contas de capital inteiramente abertas versus inteiramente controladas".⁸⁷ A política fiscal garantiria não somente a estabilidade de preços como também a estabilidade cambial, tanto através do controle direto do nível de preços como do controle da taxa de câmbio esperada. O instrumento adicional do controle de capitais garantiria o equilíbrio da conta de capital, e a política monetária estaria livre para a promoção do crescimento econômico e da criação de empregos.

Evidentemente, este tipo de avaliação alternativa a respeito das possibilidades de política macroeconômica à disposição dos países integrados à economia global sofre sérias críticas dos teóricos adeptos de correntes mais ortodoxas do pensamento econômico.⁸⁸ Entretanto, elas serão bastante úteis para por em perspectiva a atuação das autoridades econômicas do Brasil e da Argentina em nossa análise das histórias recentes, da conjuntura atual e dos cenários possíveis para a integração macroeconômica destes dois países.

2.6. RESUMO

Este capítulo teve o propósito de proporcionar as bases teóricas para as análises desenvolvidas no restante do trabalho. Neste, procuramos explorar as oportunidades geradas pela globalização e seus efeitos sobre a política macroeconômica dos países. Em primeiro lugar, apresentamos alguns argumentos teóricos e empíricos em favor da liberalização comercial e financeira como ferramenta para o desenvolvimento econômico. Em seguida, exploramos o conceito de "trindade impossível", demonstrando as limitações que a abertura financeira determina sobre a condução da política macroeconômica dos países, expressa pela impossibilidade da adoção de uma política monetária independente e um regime de câmbio fixo simultaneamente ao livre trânsito de capitais internacionais. Demonstramos, ainda, que a integração financeira pressiona os países a adotarem políticas visando à estabilidade macroeconômica, sob pena de sofrerem a diminuição ou reversão dos fluxos de financiamento externo.

⁸⁷ BRADFORD, op. cit., p.14.

⁸⁸ Ver por exemplo WAGNER, op. cit., p.11 (crítica ao controle de capitais) e p.20 (crítica aos regimes cambiais intermedíários), além de WILLIAMSON (2000), pp.39-45 e MUSSA et al. (2000)

Finalmente, apresentam os a visão alternativa de que políticas intermedárias – abertura financeira parcial, desvalorizações cambiais gerenciadas e política monetária semi-autônoma – podem constituir uma forma segura de se lidar com os desafios da globalização e alcançar o equilíbrio econômico.

APÊNDICE 1: CONTA CORRENTE E CONTA DE CAPITAL

Para entender como um país pode crescer com financiamento externo convém recordar alguns conceitos básicos de macroeconomia.⁸⁹ A identidade macroeconômica fundamental define a renda ou produto Y de um dado país de economia aberta como

$$Y = C + I + G + NX,$$

onde C é o consumo, I é o investimento, G os gastos do governo e NX as exportações líquidas do país.

O consumo é uma função da renda disponível, ou seja, da renda após os impostos:

$$C = C(Y - T),$$

onde T , os impostos, é uma variável exógena ao modelo. A parcela da renda disponível destinada ao consumo será dada pela propensão marginal a consumir.

O investimento é função da taxa de juros; quanto mais alta esta taxa, menor a atratividade dos investimentos produtivos. Logo,

$$I = I(r),$$

onde r é a taxa real de juros vigente.

As despesas do governo são exógenas ao modelo. Caso $G = T$, ou seja, caso os gastos do governo correspondam à arrecadação, há uma

⁸⁹ Cf. MANKIW (1995), caps. 3 e 7.

situação de equilíbrio. É claro que, se $G > T$, o governo estará incorrendo em déficit, e se $G < T$, ele será superavitário.

É possível reescrever a identidade macroeconômica fundamental com o

$$NX = Y - (C + I + G).$$

Torna-se claro que as exportações líquidas, positivas ou negativas, equivalem à diferença entre o produto e a despesa interna do país. Logo, se a soma de C , I e G for superior ao produto Y , teremos exportações líquidas negativas e vice-versa.

Sob outra ótica, podemos definir a poupança nacional com o

$$S = Y - C - G,$$

ou seja, o produto nacional menos aquilo que foi consumido ou gasto pelo governo. Usando S para reescrever a identidade macroeconômica fundamental, temos os:

$$S = I + NX$$

$$(I - S) + NX = 0$$

O termo $(I - S)$, na identidade acima, é chamado de conta de capital, enquanto NX é a conta corrente. Fica claro, assim, que déficits em conta corrente devem ser necessariamente financiados por superávits na conta de capital e vice-versa. Por exemplo, se partirmos de uma situação de equilíbrio onde $(I - S) = NX$, temos que uma política fiscal expansionista, realizada por meio de um aumento em T ou aumento em G , acarretará redução na poupança nacional S e portanto superávit na conta de capital, com $I > S$ e positivo. Isto equivale a dizer que, nesse caso, a tentativa keynesiana de indução ao crescimento via estímulo da demanda agregada implicará na existência de um afluxo externo de capitais financiando o déficit em conta corrente. Alternativamente, superávits em conta corrente significam poupança interna superior ao investimento, e portanto transferência de recursos para o exterior.

APÊNDICE 2: EQUILÍBRIO EXTERNO E EQUILÍBRIO INTERNO

Segue abaixo a definição algébrica de equilíbrio interno e externo, segundo o modelo de Mundell-Fleming (em sua forma estática):

1) Equilíbrio externo

O equilíbrio externo é definido no modelo com o equilíbrio do balanço de pagamentos

$$NX + (I-S) = 0 ,$$

onde NX representa a balança de contas correntes (definida com o exportações menos importações de bens e serviços, $X - M$), e $(I-S)$ representa a balança de capitais líquidos. Em uma situação de equilíbrio externo, as reservas cambiais se mantêm constantes.

2) Equilíbrio interno

O equilíbrio interno é definido pela condição

$$Y_P - A - NX = 0 ,$$

Onde Y_P é o produto potencial e A é a absorção doméstica (consumo privado acrescido do investimento privado e da diferença entre arrecadação e gastos públicos). O equilíbrio interno existe quando a demanda agregada (isto é, $AD = A + NX$) se iguala ao produto potencial.

III - AS EXPERIÊNCIAS DO
BRASIL E DA ARGENTINA

III. AS EXPERIÊNCIAS DO BRASIL E DA ARGENTINA

3.1. INTRODUÇÃO

Este capítulo tem como objetivo ampliar para o campo da história a discussão predominantemente teórica a respeito de opções de política macroeconômica empreendida até o momento. A ideia é analisar as histórias recentes das políticas macroeconômicas do Brasil e da Argentina, discutindo: (i) as razões porque os dois países chegaram ao início dos anos 1990 numa situação de esgotamento de seus processos de desenvolvimento (o que exige uma rápida análise dos problemas enfrentados por essas economias na década de 1980, a chamada "década perdida"); (ii) o rationale, à luz daquilo que foi apresentado no bloco teórico inicial, das políticas econômicas adotadas por Brasil e Argentina desde então, destacando particularmente os planos Real e de Convertibilidade; e (iii) as implicações das políticas adotadas pelos dois países, com especial ênfase nos fatores que levaram à implosão dos regimes cambiais do Brasil, em 1999, e da Argentina, em 2002, e nos efeitos destes eventos em termos de desempenho econômico. Acreditamos que a análise das experiências brasileira e argentina poderá revelar pistas importantes a respeito daquilo que é desejável e daquilo que não o é com relação à gestão macroeconômica destes países num ambiente globalizado.

3.2. BRASIL E ARGENTINA NA "DÉCADA PERDIDA"

As sérias dificuldades enfrentadas pelas economias brasileira e argentina na década de 1980 têm uma origem comum, qual seja, o esgotamento do processo de crescimento liderado pelo Estado, com base na substituição de importações, o que foi evidenciado pela chamada "crise da dívida" dos países em desenvolvimento.⁹⁰ O problema remonta aos anos 1970, quando os governos destes países vislumbraram a oportunidade de

⁹⁰ Cf. GREMAUD et al. (1997), CERQUEIRA (1997) e MOTTAVEIGA (2002).

estimular o crescimento de suas economias com base em financiamento externo de baixo custo. A final, a liquidez internacional era muito grande na época, em consequência da "reciclagem" dos petrodólares pela banca internacional, num processo que transferia aos países em desenvolvimento os custos do primeiro choque do petróleo:

"é importante salientar que o Brasil e os demais países em desenvolvimento (...) engajaram-se num processo que transferia, via comércio, a "conta petróleo" dos países ricos para os países pobres. Os dados disponíveis demonstram que os déficits comercial dos países desenvolvidos para com os países produtores-exportadores de petróleo foram repassados, via superávits comerciais, aos países em desenvolvimento não-exportadores de petróleo. O possível confronto entre os países produtores-exportadores e países consumidores de petróleo foi evitado, assim, pela endividamento dos países em desenvolvimento, através da reciclagem dos petrodólares"⁹¹

O processo só foi possível, é evidente, porque os bancos internacionais se mostraram dispostos a conceder empréstimos de baixo custo aos países em desenvolvimento, com o endosso do FMI e dos governos dos países credores, que apoiaram e encorajaram a estratégia terceiro-mundista de crescimento com recursos externos.⁹²

No final dos anos 1970, o segundo choque do petróleo e o consequente choque de juros nos EUA fez com que as dívidas externas do Brasil e da Argentina crescessem explosivamente (gráficos 3.1 a 3.4), dado que os contratos de endividamento tinham sido feitos com base em juros flutuantes⁹³:

"com os débitos externos brasileiros haviam sido contratados basicamente a taxas de juros flutuantes, o choque dos juros provocou um aumento da

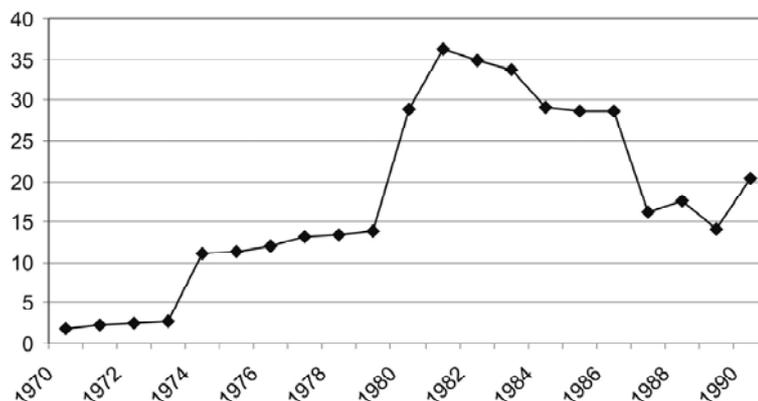
⁹¹ SENADO FEDERAL (1989), p.6.

⁹² No caso brasileiro, a estratégia de *growth with debt*, que tem origem ainda um pouco antes, nos anos 70, e de fato sustentou o "milagre econômico" do período 1968-73, acelerou-se e se tornou crescentemente voltada ao financiamento dos sucessivos déficits em transações correntes que se abateram sobre o país após o primeiro choque do petróleo e a curiosa estratégia, adotada no IIPND, de ampliar a captação externa num momento de retração da liquidez internacional (Gremaud et al., 1997).

⁹³ GREMAUD et al., op. cit.

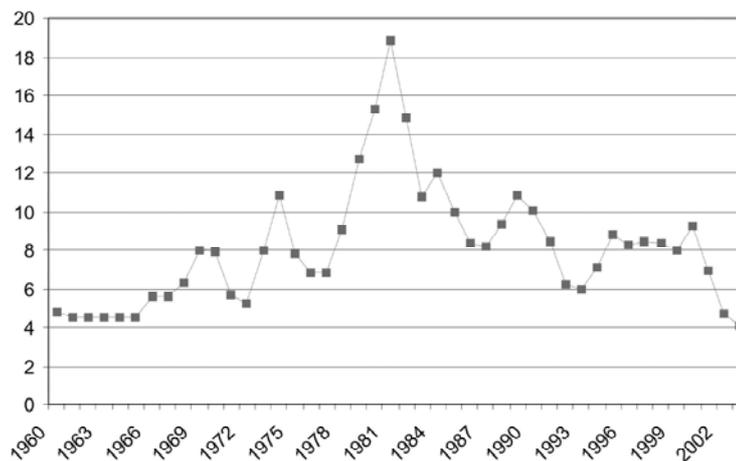
dívida sem contrapartida real de bens e serviços. A partir desse momento, a dívida externa brasileira assume um caráter eminentemente financeiro: os novos empréstimos, na verdade, são obtidos para rolar em grande medida e a nível agregado os juros e as amortizações".⁹⁴

Gráfico 3.1 – Preço do Petróleo (1970-90), em US\$/Barril



Média dos preços de Arábia Saudita, Irã, Líbia, Nigéria, Indonésia e Venezuela.
 Fonte: adaptado de <http://www.eia.doe.gov/emeu/aer/txt/ptb1107.html>

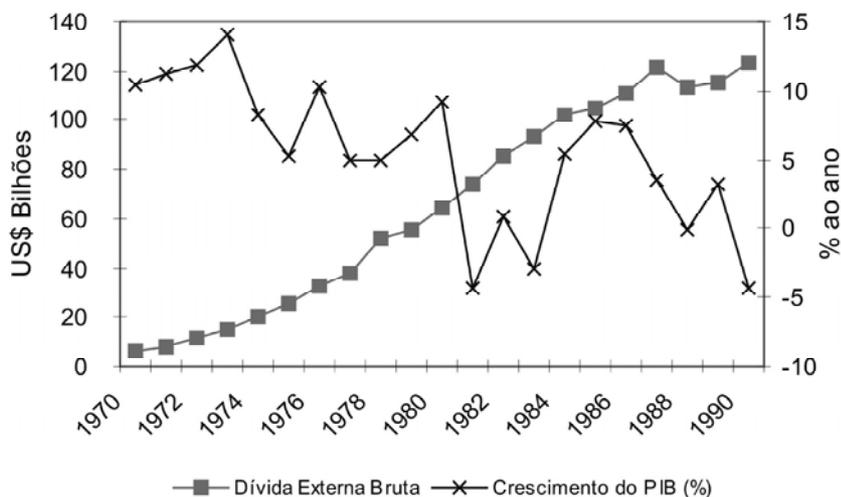
Gráfico 3.2 – Estados Unidos: Prime Rate (1960-90), em % ao ano (média)



Fonte: www.federalreserve.gov

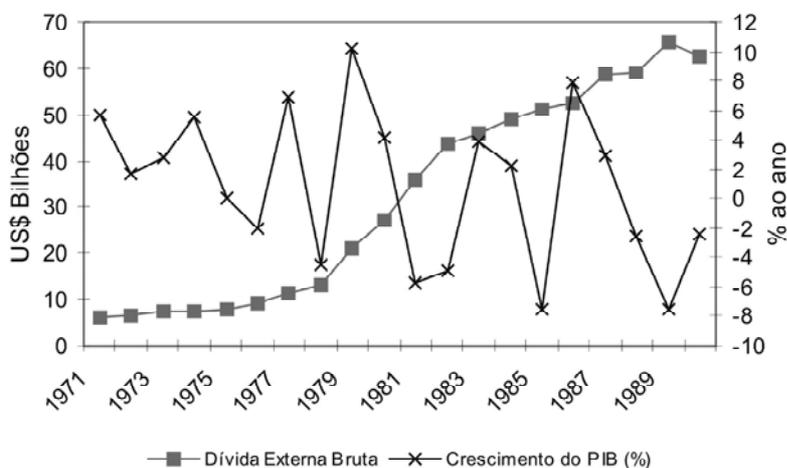
⁹⁴ SENADO FEDERAL, op. cit., p.7. Ainda que a análise mais aprofundada do processo de endividamento externo do Brasil na década de 1970 fuja ao escopo deste trabalho, talvez seja ilustrativo mencionar que, segundo Gonçalves e Pomar (2000:10-11), durante o governo militar o crescimento da dívida foi da ordem de 42 vezes, atingindo US\$ 105 bilhões ao final do período.

Gráfico 3.3 – Brasil: Dívida Externa e Crescimento do PIB (1970–1990)



Fonte: IBGE (2003)

Gráfico 3.3 – Argentina: Dívida Externa e Crescimento do PIB (1971–1990)



Fonte: World Bank (1999)

Com o resultado dos juros e da dívida, as economias brasileira e argentina adentram a década de 1980 enfrentando séria crise de balanço de pagamentos, causada principalmente pelo serviço de suas dívidas externas (tabelas 3.1 e 3.2). Esta dificuldade foi amplificada pelo fato de que, no período compreendido entre 1980 e 1985, estes países foram

duram ente atingidos pelo problema da deterioração em seus termos de troca (gráfico 3.5), o que, por si só, significou uma forte restrição cambial.⁹⁵

Conta	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Balança comercial	-2,2	0,9	-1	-2,7	-2,8	1,2	0,8	6,5
Balança de serviços	-3,9	-4,1	-4,9	-7,9	-10,2	-13,1	-17,1	-13,4
Transações correntes	-6,1	-4	-5,9	-10,7	-12,8	-11,7	-16,3	-6,8
Conta de capital	6,9	5,3	9,4	7,7	9,5	13,6	10,5	2,9

Fonte: Banco Central do Brasil (www.bcb.gov.br)

Conta	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Balança comercial	1,1	1,85	2,91	1,78	-1,37	0,71	2,76	3,72
Balança de serviços	-0,52	-0,76	-1,12	-2,35	-3,42	-5,4	-5,15	-6,17
Transações correntes	0,65	1,13	1,86	-0,51	-4,77	-4,71	-2,35	-2,44
Conta de capital	0,49	0,58	0,267	4,43	2,38	1,65	2,12	0,58

Fonte: IMF, International Financial Statistics (<http://imfstatistics.org>)

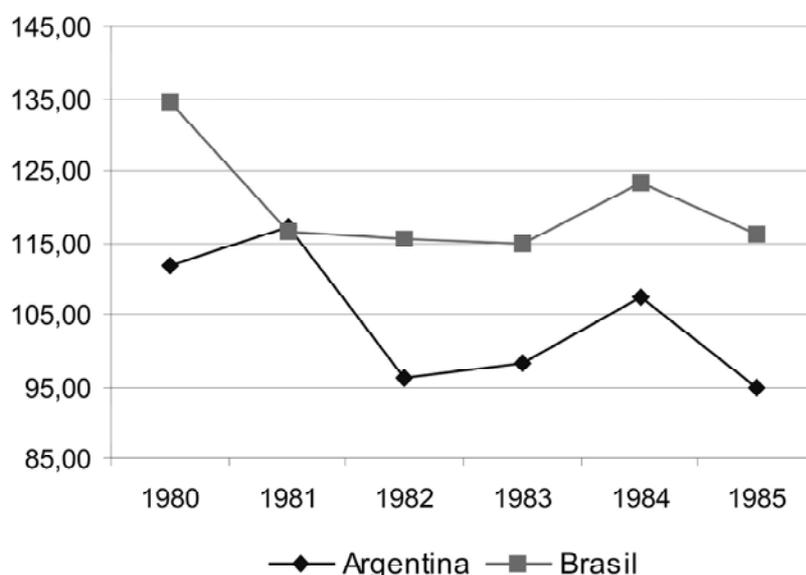
A moratória mexicana representa o golpe de misericórdia nas condições econômicas brasileira e argentina, ao iniciar um período de fortíssima retração nos fluxos de financiamento internacional para os países em desenvolvimento. Segundo Monica Baer,

“a explicitação da vulnerabilidade financeira externa do Brasil – com o namoira dos países subdesenvolvidos endividados junto ao mercado privado – não se deu com a elevação das taxas de juros internacionais. Ela só ocorreu a partir de agosto de 1982, com o corte de financiamento internacional pelos bancos privados, uma vez que o México declarou a moratória. A partir deste momento os recursos financeiros internacionais se tornaram extremamente escassos. Da faixa de US\$13 a 14,5 bilhões em 1981-82, os créditos de médio e longo prazo dos bancos privados deixaram de existir. A partir de 1983, o escasso dinheiro novo proveniente das fontes privadas se deveu ao processo de renegociação da dívida externa, restringindo-se a montantes mínimos que impedissem que o país declarasse unilateralmente a moratória”.⁹⁶

⁹⁵ Segundo Monica Baer, o Brasil teria sido especialmente atingido por este problema, conhecendo no período 1980-85 uma queda de 27% em seus termos de troca, com paradas a 11% para o conjunto dos países em desenvolvimento da América. BAER apud GREMAUD et al., op. cit., p. 221.

⁹⁶ BAER apud GREMAUD et al., op. cit., p. 221.

Gráfico 3.5 – Brasil e Argentina: Termos de troca (1980-85)



Fonte: World Bank (1999)

Brasil e Argentina – assim como a grande parte dos demais países em desenvolvimento – se vêem instantaneamente em situação de inadimplência, o que os obriga a recorrer aos EUA e ao FMI para saldar seus compromissos externos:

“o governo americano veio em auxílio, em tese, dos países endividados, na prática dos bancos credores. Mediante empréstimo ponte impedi que o pânico se abastresse. Os países devedores foram obrigados a se colocar sob a tutela do FMI, o qual os induziu a adotar políticas de ajuste que jogam a economia nacional em recessão, com drástica redução das importações e aumento do saldo exportável. Destemodo, os países latino-americanos passaram a tersalvos com créditos muito grandes, integralmente utilizados para pagar, ao menos em parte, os juros sobre a dívida externa”.⁹⁷

O processo de ajuste estabelecido pelo FMI com o pré-requisito para os empréstimos, ainda que temporariamente, a obtenção de divisas para saldar os pagamentos das dívidas externas de Brasil e Argentina. Em

⁹⁷ SINGER (1997).

linhas gerais, os países se viram obrigados a se conformar às seguintes condicionalidades:

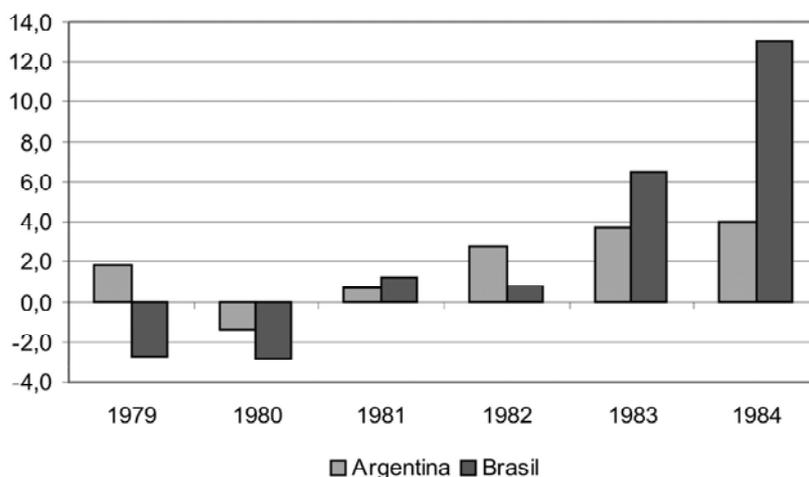
1. Elevação das taxas de juros internas, provocando uma redução da absorção interna (consumo e investimento) que, por um lado, diminuiria a pressão inflacionária e, por outro, reduziria a demanda por importações e proporcionaria saldos com mercis positivos.

2. Implementação de políticas de contenção salarial e restrição fiscal, com o fim adicional de redução da demanda interna e da dívida pública.

3. Políticas de desvalorização cambial, restrição às importações e incentivo às exportações, com o fim adicional de gerar saldos com mercis positivos.

As medidas tomadas são bastante efetivas, resultando em forte recuperação dos saldos com mercis de Brasil e Argentina (gráfico 3.6).

Gráfico 3.6 – Brasil e Argentina: Balança com mercis (1979-84)



Fonte: IMF's International Statistics

Os efeitos colaterais do ajuste, entretanto, manifestam-se ao longo de toda a década de 1980, sob a forma de uma nefasta combinação de inflação e baixo crescimento médio de um produto acentuadamente volátil (tabelas 3.3 e 3.4).

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Brasil	94,6	92,9	103,3	167,6	208,6	233,6	72,54	373,8	981,2	1972,9
Argentina	100,8	104,5	164,8	343,8	626,7	672,2	90,1	131,3	343	3079,8

Fontes: World Bank (1999) e IBGE (2003)

Ano	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	Média
Brasil	-4,3	0,8	-2,9	5,4	7,8	7,5	3,5	-0,1	3,2	-4,3	1,6
Argentina	-5,7	-5	3,9	2,2	-7,6	7,9	2,9	-2,6	-7,5	-2,4	-1,4

Fontes: IBGE e IMF, International Financial Statistics (<http://imfstatistics.org>)

Já na metade da década a crise evoluiu de tal forma a configurar uma situação de renovado risco de insolvência, de modo que em 1989 têm início, com o México, a reestruturação das dívidas externas dos países em desenvolvimento, o que ocorre sob os auspícios do governo norte-americano com o plano Brady.⁹⁸

Esta a situação do Brasil e da Argentina ao final da década de 1980. A ineficácia das terapias convencionais era evidenciada pela estagnação do produto, pela elevada inflação e pela queda nas taxas de investimento e de produtividade, reforçando as teses heterodoxas, o que levaria, alguns anos depois, a experimentos com o Plano de Convertibilidad na Argentina e os planos Cruzado e Real no Brasil. Nos anos 90, as diferentes opções dos governos destes países a respeito da condução de suas economias determinariam trajetórias e desfechos também diversos, mas com interessantes pontos de similaridade.

3.3. A BERTURA FINANCEIRA NA ARGENTINA : OS PLANOS BB E BONEX

Ao assumir a presidência da Argentina em 1989, Carlos Menem recebeu um país devastado pela hiperinflação, desmoralizado pelo fracasso de sucessivos planos econômicos e amargado pela convulsão social.⁹⁹ A desconfiança dos agentes econômicos em relação à moeda nacional levou a um adiantado processo de dolarização das transações e das carteiras de ativos.¹⁰⁰ Os desequilíbrios fiscais grassavam (tabela 3.5).

⁹⁸ Para uma descrição e balanço detalhado do Plano Brady, cf. VÁSQUEZ (1996).

⁹⁹ A posse antecipada de Menem se deveu em grande parte à desordem social que assolava o país, cuja mostra mais contundente era uma onda generalizada de saques.

¹⁰⁰ Cf. MACHINEA (1996), CARCANHOLO (2002) e HERMANN (2000).

Tabela 3.5 - Argentina: Déficit Fiscal Médio, por Período (1960-90)				
Período	Federal	Províncias	Municípios	Total
1960-1974	2,7	0,5	0	3,2
1975-1990	3,9	0,6	0,1	4,6

Fonte: adaptado de Bulacio e Ferullo (2001), p.8

Para enfrentar esses problemas, o recém empossado Ministério da Economia¹⁰¹ implementa o "Plano BB", baseado nos seguintes pontos¹⁰²:

1. Aumento de tarifas e redução de gastos públicos.
2. Suspensão por seis meses de todos os subsídios e incentivos fiscais.
3. Aumento de impostos sobre exportações e fortes desvalorizações cambiais.
4. Compressão dos salários.
5. Corte na oferta monetária que elevou as taxas de juros, embora as tenha mantido ainda inferiores à inflação.

Em não mais que seis meses o plano mostrou-se ineficiente, levando o país a uma acentuada recessão¹⁰³ sem conseguir controlar a hiperinflação. Isto leva, em janeiro de 1990, à adoção de um novo programa de estabilização, o "plano Bonex", que se baseava nos seguintes pontos¹⁰⁴:

1. Elevação das taxas de juros a níveis acima da inflação, garantindo taxas de juros reais de até 150% ao ano.

¹⁰¹ O cupado inicialmente pertence ao empresário Miguel Roig, do grupo Bunge y Born, que logo em seguida falece, sendo substituído por Nestor Rapanelli, do mesmo grupo. Em dezembro de 1989 assume Antonio Ermán González, que permanece até fevereiro de 1991.

¹⁰² Cf. CARCANHOLO (2002).

¹⁰³ Em 1989 o PIB argentino encolheu 7,5%, com o que se pode verificar no gráfico 3.4.

¹⁰⁴ Cf. CARCANHOLO, op. cit.

2. Reestruturação com pulsória da dívida pública, trocando os depósitos a prazo nos bancos por títulos dolarizados (os Bonex), com prazo de 10 anos e diferença cambial a favor do governo.

3. Valoração cambial. O câmbio foi valorizado em 41% de 1989 para 1990.

Num primeiro momento, os resultados do plano pareceram bastante positivos: em outubro de 1990, o índice de preços ao consumidor caía para 7% ao mês. A continuidade da estabilização, entretanto, foi comprometida pelo aumento no déficit fiscal, consequência da retomada dos pagamentos do serviço da dívida externa após novo acordo com FMI. Este déficit foi em grande medida financiado com emissões de moeda, o que acabou por provocar a volta da hiperinflação. O impacto das emissões sobre os preços internos era potencializado pela baixa monetização e elevada dolarização da economia argentina (cujo M1 correspondia à época a menos de 2,8% do PIB). O quadro da economia argentina era de estagflação: a taxa de crescimento foi de 2,4% negativos em 1990, e a inflação atingiu 2314% ao ano. O fracasso do Plano Bonex levou à demissão de Ermán González e à condução de Domingo Cavallo ao posto de Ministro da Economia, abrindo espaço para a implantação do Plano de Convertibilidade.¹⁰⁵

3.4.0 PLANO DE CONVERTIBILIDADE

O Plano de Convertibilidade foi lançado em 1º de abril de 1991, através da Lei nº 23.928. Seus pontos mais importantes eram os seguintes:

1. Fixação da taxa de câmbio nominal em 10.000 austrais por dólar norte-americano (artigo 1º).

2. Livre convertibilidade da moeda nacional com relação ao dólar (artigo 2º).

¹⁰⁵ Cabe apontar que o plano Bonex, ainda que fracassando em garantir a estabilidade, criou um a série de condições que auxiliariam a posterior implantação do Plano de Convertibilidade: a reestruturação da dívida e o melhor quadro fiscal de curto e médio prazos, as privatizações avançadas, e - o mais importante - o enxugamento de liquidez levou o Banco Central a intervir no mercado de câmbio, visando a evitar a apreciação excessiva do Austral, o que incrementou o nível das reservas internacionais da Argentina.

3 Proibição de emissão de moeda sem o respaldo de 100 % em reservas de livre disponibilidade em divisas estrangeiras ou ouro. Títulos públicos denominados em divisas estrangeiras ou ouro também seriam aceitos, desde que comutados a valores de mercado (artigo 4º).¹⁰⁶

4 Cancelamento da indexação para debelar a inércia inflacionária (artigos 7º a 10º).

5 Autorização para a celebração de contratos em moeda estrangeira (artigo 11º).

6 Autorização ao poder executivo para substituir o austral por nova moeda nacional, com denominação diferente e expressão numérica traduzindo a relação de conversão de 10.000 austrais para uma unidade da nova moeda (artigo 13º).

Em 1º de janeiro de 1992 o Peso substituiu o Austral como moeda nacional, respeitando a nova relação de paridade de um peso = dez mil austrais = um dólar.

Evidentemente, a opção pela âncora cambial foi incentivada pelo já referido processo, em avançado estágio, de dolarização informal. Segundo Freitas e Prates, a estratégia para debelar o processo hiperinflacionário consistia exatamente em legalizar a dolarização.¹⁰⁷ Com o era de se prever, a introdução da âncora cambial derrubou a inflação mas restringiu a liberdade de atuação das autoridades econômicas no campo da política monetária, já que a possibilidade de expansão dos meios de pagamento em moeda nacional passou a depender de eventual elevação do nível das reservas ou de alterações no encaixe bancário (o que é, evidentemente, um recurso limitado).

O programa de estabilização teve grande sucesso na redução da inflação (tabela 3.6) e na melhoria das contas públicas (em que pese a redução dos juros internacionais, que ajudaram na queda dos juros reais na Argentina). O crescimento econômico atinge quase 11% no ano de 1991, impulsionando

¹⁰⁶ A possibilidade do uso de títulos públicos, além, diferencia o regime de conversibilidade de uma caixa de conversão clássica, onde só entram ouro ou divisas em moeda forte.

¹⁰⁷ Cf. FREITAS e PRATES (1998).

a arrecadação, que também era reforçada pelas receitas de privatizações. Entre os anos de 1991 e 1998, a Argentina experimentou invejáveis taxas de crescimento e prosperidade generalizada.

Tabela 3.6 Argentina: Inflação, em % ao ano (1989-99)

1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
3079,8	2314	171,7	24,9	10,6	4,2	3,4	0,2	0,5	0,9	-1,2

Fonte: World Bank (1999)

Com o é evidente, um regime cambial e monetário que depende fortemente do fluxo de recursos estrangeiros não poderia prescindir de ampla e irrestrita liberalização financeira. Além da lei de conversibilidade, outras medidas importantes foram tomadas nesse sentido, dentre as quais talvez a mais relevante tenha sido a desregulamentação do mercado de capitais¹⁰⁸, que autorizou a emissão de papéis em moeda estrangeira por empresas e bancos e extinguiu os impostos sobre operações bursáteis.

Paralelamente à fixação do câmbio e à liberalização financeira, entre 1989 e 1993 um processo de abertura comercial também teve lugar na Argentina. As principais medidas de liberalização comercial foram as seguintes¹⁰⁹:

1. Extinção da necessidade de consulta prévia para importações.
2. Redução e posterior eliminação total da lista de produtos com importação restrita.
3. Redução generalizada de tarifas e estreitamento da amplitude tarifária.

O efeito desta combinação de medidas sobre a Argentina foi, evidentemente, o aumento do fluxo de capitais estrangeiros¹¹⁰ e do volume de importações.¹¹¹ Os déficits comerciais e na conta de serviços elevaram o

¹⁰⁸ A través do Decreto de Desregulamentação do Mercado de Valores, de novembro de 1991.

¹⁰⁹ Cf. CARCANHOLO, op. cit. Cabe lembrar que a liberalização foi levada a cabo sem prejuízo, entretanto, de eventuais aumentos tarifários, do uso de salvaguardas e de medidas antidumping em casos específicos, especialmente contra importações de produtos brasileiros.

¹¹⁰ Entre 1991 e 1994, essa entrada totalizou US\$44 bilhões, dos quais US\$ 12 bilhões correspondiam a investimento direto estrangeiro (dos quais US\$ 5,3 bilhões foram destinados às privatizações).

¹¹¹ A abertura comercial, em conjunto com a forte valorização do câmbio real - consequência tanto do regime de câmbio nominal fixo com o da livre entrada de capitais externos - fizeram com que as importações quintuplicassem entre 1990 e 1994.

déficit em transações correntes de 2,4% do PIB, em 1992, para 3,6% , em 1994, e 4,8% , em 1998. O país se tornou dependente do afluxo de capitais externos e sujeito a crises cambiais sempre que este afluxo fosse reduzido. Num primeiro momento, a Argentina foi muito favorecida por uma série de fatores positivos: no lado financeiro, a política monetária expansiva adotada pela Federal Reserve garantiu taxas de juros e de câmbio com petivas para o peso argentino, atrelado ao dólar. A renegociação da dívida argentina em 1992, no âmbito do plano Brady, somou-se ao aumento da liquidez internacional resultante da referida baixa nas taxas de juros nos EUA para tornar a Argentina atraente aos olhos dos investidores internacionais. No que tange ao comércio, a expansão da economia mundial e a recuperação dos preços das commodities agrícolas e do petróleo tiveram importante papel no aumento das exportações argentinas. Além disso, foi extremamente positiva para a balança comercial daquele país a iniciativa do Brasil de, a partir de 1993 e especialmente após 1995, facilitar o acesso dos produtos argentinos ao mercado nacional.¹¹² A valorização cambial que se seguiu à implementação do Plano Real deu ainda mais impulso a esta tendência e garantiu a sobrevivência da fixidez do câmbio argentino mesmo quando as condições internacionais já não eram as ideais.

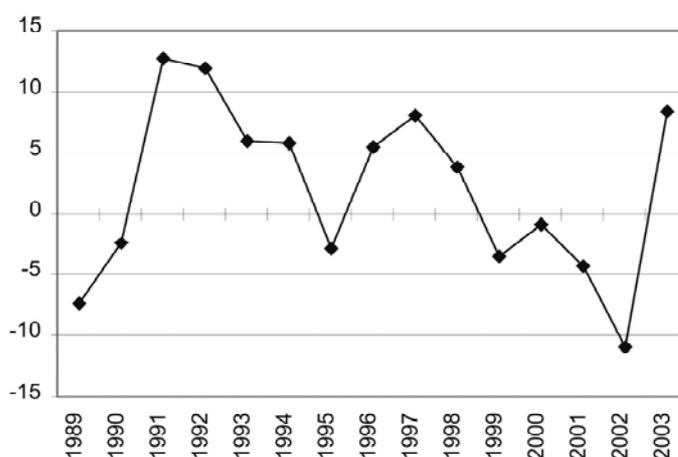
Mais uma vez, assim como na década de 1980, o México definiu um ponto de inflexão na trajetória da oferta de recursos para os países em desenvolvimento. A severa restrição nos fluxos financeiros em direção aos países emergentes que se seguiu à crise mexicana em dezembro de 1994 gerou tremenda pressão cambial sobre o peso e obrigou a Argentina a um ajuste interno recessivo. O peso, entretanto, resistiu, às custas de uma retração da ordem de 2,8% do PIB em 1995. O destino do regime de conversibilidade só foi selado de fato no triênio 1997-99, com uma série de eventos que afetaram de forma negativa e irreversível a capacidade argentina de gerar ou acessar divisas que permitissem a manutenção do câmbio fixo. Em primeiro lugar, as crises financeiras dos mercados asiáticos em 1997 e da Rússia em 1998 agiram no sentido de sinalizar aos investidores internacionais a ampliação do risco dos mercados emergentes, o que ocasionou restrições adicionais (já que o processo tivera início com a crise mexicana) no fluxo de capitais de curto prazo a eles destinados. O problema foi exacerbado pelo enxugamento da liquidez internacional resultante da elevação nas taxas de

¹¹² O que se explica principalmente pelo interesse brasileiro no fortalecimento do Mercosul.

juros norte-americanos no início de 1998 e pela conseqüente apreciação do Dólar - e portanto, do Peso - em relação às moedas européias e ao Euro, precisaram enfrentar o fato de que os preços das commodities agrícolas iniciavam uma trajetória de baixa nos mercados internacionais. No Brasil, a transição do regime cambial para um sistema de taxas flutuantes ocasionou forte depreciação do Real e queda no nível de atividade, afetando de maneira profundamente negativa a balança comercial argentina, cujos saldos até aquele momento eram em grande parte garantidos pelas exportações para o mercado brasileiro.

Em suma: após o Plano de Convertibilidade, o crescimento da economia argentina passou a depender fundamentalmente da entrada de suficiente volume de capitais externos, ou seja, do desempenho comercial do país (prejudicado por um câmbio pouco competitivo e crescentemente sobrevalorado) e da sua atratividade aos olhos dos investidores internacionais (que decrescia à medida que a evolução explosiva da dívida e dos déficits em transações correntes evidenciavam a insustentabilidade do regime). As dificuldades argentinas a partir da segunda metade da década de 1990 demonstram claramente o grau de fragilização externa inerente à combinação de abertura comercial e financeira com um regime de câmbio nominal fixo. A impossibilidade de alcançar o equilíbrio externo por meio de ajuste cambial levou a Argentina a uma situação calamitosa, em que as variações na capacidade daquele país em obter divisas levaram a uma correspondente volatilidade nas taxas de crescimento da economia (gráfico 3.6), que tem inoperadoiros ganhos de bem-estar econômico obtidos nos primeiros anos do regime de convertibilidade.

Gráfico 3.6 - Argentina: Crescimento do PIB (1989-2003)



Fontes: World Bank (1999), IMF's International Financial Statistics e INDEC

3.5. COLAPSO DO REGIME DE CONVERSIBILIDADE

Em dezembro de 1999 teve início o governo de de la Rúa, e José Luis Machinea foi conduzido ao cargo de Ministro da Economia. O panorama econômico, com o vinhos acima, era de desequilíbrio fiscal e recessão, e as tentativas de reversão deste quadro por parte do ministério foram pautadas pela ortodoxia. Em função da falta de autonomia do governo argentino com relação à condução de sua política monetária, decorrente do câmbio fixo, a possibilidade de ajuste recaía sobre o campo fiscal. Dessa forma o governo inicia, em janeiro de 2000, uma série de esforços para a diminuição do déficit fiscal, baseada erroneamente, entretanto, no aumento da arrecadação - e não na redução dos gastos públicos. Em maio do mesmo ano, em vista da permanência dos problemas fiscais, o governo anuncia uma redução nos salários do funcionalismo público (que foi posteriormente, em grande parte, revertida na justiça). Em outubro, o governo opta pela redução de impostos inibidores de investimentos diretos, ainda visando à reativação da economia e ao equacionamento do problema fiscal via aumento na base tributária. Os fracassos do governo na reativação da economia se refletiram em acentuado crescimento do risco-país, obrigando a Argentina a finalmente lançar, em dezembro de 2000, de um pacote de blindagem financeira da ordem de US\$ 39,7 bilhões, dos quais aproximadamente US\$ 20 bilhões tinham origem no exterior e o restante em um grupo de bancos e fundos de investimento locais. Procurando a qualquer hora das contas públicas, o governo se comprometeu junto ao FMI com a realização de ampla reforma nos sistemas previdenciário e de obras sociais, além da negociação de um pacto fiscal com as províncias. As reformas não foram aprovadas pelo Congresso, levando o governo a iniciá-las por meio de decretos, que logo foram emendados pela justiça. A partir de janeiro de 2001, a desconfiança dos investidores se manifestou pela queda acelerada dos depósitos em pesos, reduzindo as reservas internacionais (e portanto agravando ainda mais o problema fundamental de escassez de divisas da Argentina). A isto se seguiria uma acentuada redução dos depósitos em dólares, sinalizando o temor dos investidores quanto ao destino do próprio sistema bancário. O sentimento de que a perpetuação do quadro de desequilíbrio fiscal era inevitável, bem como a continuidade da recessão¹¹³, terminaram por levar, em março de

¹¹³ A recessão era um fenômeno global à época: o último trimestre de do ano 2000 foi marcado pela retração global da atividade econômica, processo que se manteve em 2001 e foi substancialmente reforçado pelos acontecimentos de 11 de setembro nos EUA.

2001, à renúncia de José Luis Machinea e à ascensão de Ricardo López Murphy, que até então encabeçava a pasta da Defesa, ao posto de Ministro da Economia.

López Murphy, ideologicamente ligado ao liberalismo ortodoxo da Fiel (Fundação de Pesquisas Econômicas Latino-americanas), assumiu o Ministério com o apoio de empresários, investidores e bancos internacionais, anunciando, já em seu primeiro discurso, a adoção de medidas duríssimas visando à redução dos gastos públicos.¹¹⁴ Sua opção era clara: a manutenção do currency board por meio do aprofundamento do ajuste fiscal. Tal orientação gerou um repúdio tão forte, por parte da opinião pública, dos sindicatos e da classe política – inclusive da situação, que López Murphy acabou sendo afastado do cargo no tempo recorde de duas semanas. Este fato, por sua vez, sinalizou aos investidores internacionais a improbabilidade da adoção de medidas que permitissem a perpetuação do regime de câmbio fixo, o que logo em seguida se refletiu no mercado de câmbio futuro e no risco-país da Argentina.

Ricardo López Murphy foi substituído no comando da economia pelo criador do Plano de Conversibilidade, Domingo Cavallo. O período compreendido entre março e julho de 2001 conheceu uma política econômica de cores algo heterodoxas nas mãos do novo ministro. As principais medidas adotadas nesta fase inicial da segunda gestão Cavallo à frente do Ministério da Economia foram as seguintes:

1. Taxação de transações financeiras, nos moldes da CPMF brasileira, visando ao equilíbrio fiscal pelo aumento da arrecadação.

2. Reduções seletivas na carga tributária incidente sobre setores específicos da economia, cuja dinamização fosse considerada importante para a reativação do crescimento.

3. Tarifas de importação aumentadas, no caso dos bens duráveis, e diminuídas, naquele dos bens de capital.¹¹⁵

¹¹⁴ Cf. CLARÍN (2001).

¹¹⁵ A níveis abaixo da TEC – Tarifa Externa Comum do Mercosul, contrariando portanto as normas do bloco.

4. Conclusão, no final de maio de 2001, de vultosa troca da dívida pública, totalizando U S\$ 33,3 bilhões.¹¹⁶

5. "Ampliação" da conversibilidade, em junho de 2001, substituindo a paridade fixa entre Peso e D ólar por um a entre o Peso e um a cesta de moedas que incluía tam bém o Euro.

Esta última medida, que visava ao aumento da competitividade das exportações argentinas, foi avaliada pelos mercados internacionais com o uma desvalorização "disfarçada" do Peso, tomando o risco-país da Argentina o mais elevado do mundo e funcionando com o o impulso final para o fechamento dos mercados voluntários de dívida àquele nação (gráfico 3.7). Este evento determinou uma inflexão radical nos rumos da gestão Cavallo, em direção à ortodoxia econômica. Em 15 de julho o Governo argentino anunciava a intenção de alcançar imediatamente um déficit fiscal igual a zero, para o que foram adotados cortes variáveis nos salários do funcionalismo público, nas pensões e aposentadorias e nos pagamentos a fornecedores, bem como o aumento na alíquota do imposto sobre operações financeiras. Curiosamente, estas medidas foram tomadas em paralelo à manutenção da maior parte das iniciativas econômicas heterodoxas de Cavallo, o que esgotou completamente a credibilidade das autoridades econômicas, virtualmente eliminando a sustentação política e o que restava da popularidade do governo. O período que se estende de meados de julho ao final do ano de 2001 foi marcado por uma série de pacotes econômicos sem grandes resultados práticos, pelo aumento constante do risco-país e por uma crescente crise social e de governabilidade, que terminou por levar à renúncia do Presidente de la Rúa, a uma sucessão de cinco Presidentes argentinos em dez dias e à implantação do Regime de Conversibilidade. Os principais desenvolvimentos do período foram os seguintes:

1. Durante o mês de agosto, a Argentina recebe cerca de U S\$ 9 bilhões em ajuda do FMI, BID e BIRD. Estes seriam os últimos recursos externos recebidos pelo país antes do final do regime de conversibilidade.

¹¹⁶ Nesta oportunidade, quatro novos títulos foram lançados: Gbbal2008, denominado em pesos e em dólares; Gbbal2018 e Gbbal2031, denominados em dólares; e Bônus Pagaré, com maturidade em 2006.

2. As esperanças de recuperação da economia se reduzem ainda mais em setembro, com a perspectiva de retração da economia mundial após os atentados terroristas nos EUA, e em outubro, com a derrota do governo nas eleições legislativas.

3. Em novembro, o governo anuncia novo plano de reestruturação da dívida em um pacote econômico, reduzindo impostos e privilegiando a área social, em mais uma alteração em seu movimento pendular e inconsistente entre ortodoxia e heterodoxia fiscal. As medidas são mal recebidas pelo mercado e o risco país bate novo recorde.

4. Em 1 de dezembro, Cavallo lança novo pacote econômico para tentar impedir corrida que se iniciara contra os bancos do país, instituindo o "corralito", ou seja, o bloqueio parcial dos depósitos em dólares no sistema financeiro. O não cumprimento da meta de déficit zero, causado pela queda na arrecadação, leva o FMI a negar nova liberação de recursos à Argentina. A essa altura dos acontecimentos as instituições financeiras internacionais, que já não acreditavam na possibilidade de recuperação da economia platina, optaram por refutar as críticas que recebiam com base no problema do moral hazard, sinalizando aos mercados a não-automatizada das operações de resgate.

5. Em 19 de dezembro a Argentina consegue pagar os vencimentos da dívida, mas a crise social atinge proporções insuportáveis, com saques e confrontos da população com a polícia, ocasionando quatro mortes e ferindo dezenas de pessoas. O governo decreta estado de sítio e o Congresso retira os poderes especiais que concedera anteriormente a Domingo Cavallo (com o objetivo de encaminhar medidas econômicas e fiscais sem a aprovação do Legislativo).

6. No dia 20 de dezembro de 2001, Domingo Cavallo e todo o gabinete ministerial pedem demissão, e o presidente Fernando de la Rúa, sem sustentação política, renuncia.

7. Em 21 de dezembro o presidente do Senado, Ramón Puerta, assume interinamente a Presidência. No dia seguinte o governador de San Luis, Adolfo Rodríguez Saá, é escolhido pelos peronistas com o novo presidente da Argentina. Eleições diretas são convocadas para o dia 3 de março de 2002.

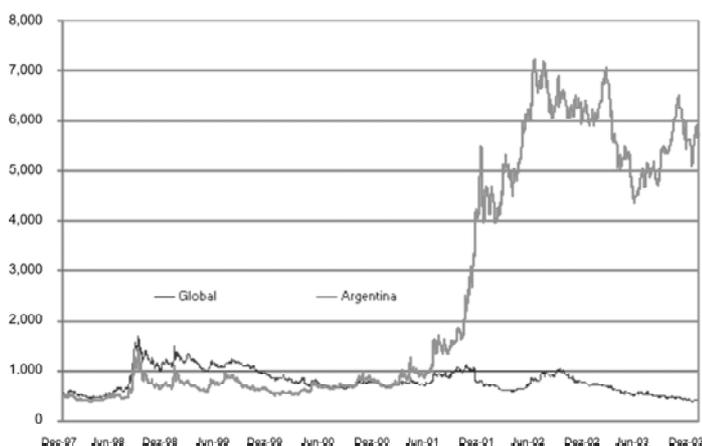
8. Rodríguez Saá assume a presidência em 22 de dezembro e declara um amonatória unilateral da dívida pública argentina, além da futura criação de uma nova moeda para injetar liquidez na economia e da redução do gabinete a apenas três Ministérios, rebaixando os demais ao status de Secretarias de Estado.

9. Em 30 de dezembro a Argentina tem três presidentes: Rodríguez Saá, sem apoio dos governadores peronistas e enfrentando renovados protestos populares, renuncia ao cargo e o devolve a Ramón Puerta. Este último também desiste do cargo, passando-o ao Presidente da Câmara, Eduardo Camaño.

10. No dia 1 de janeiro de 2002, após uma série de entendimentos políticos liderados pelo Partido Justicialista, o senador Eduardo Duhalde (que havia sido derrotado por De la Rúa nas eleições presidenciais) é escolhido pela Assembleia Legislativa como o novo Presidente da Argentina, com mandato fixado até dezembro de 2003. Duhalde nomeia Jorge Remes Lenicov Ministro da Economia.

11. Em 6 de janeiro, o Congresso aprova a "Lei de Emergência Pública e de Reforma do Regime Cambial", que extingue a convertibilidade entre Peso e Dólar. O Peso perde quase 30% de seu valor, e o câmbio oficial passa a ser de \$140/US\$1,00. A estrutura do regime cambial passa a ser dupla, com o peso podendo ser negociado livremente dentro do país, mas mantido fixo para fins de comércio exterior e pagamento da dívida pública federal.

Gráfico 3.7 – Risco Global x Risco Argentina, EMBI (1997-2003)



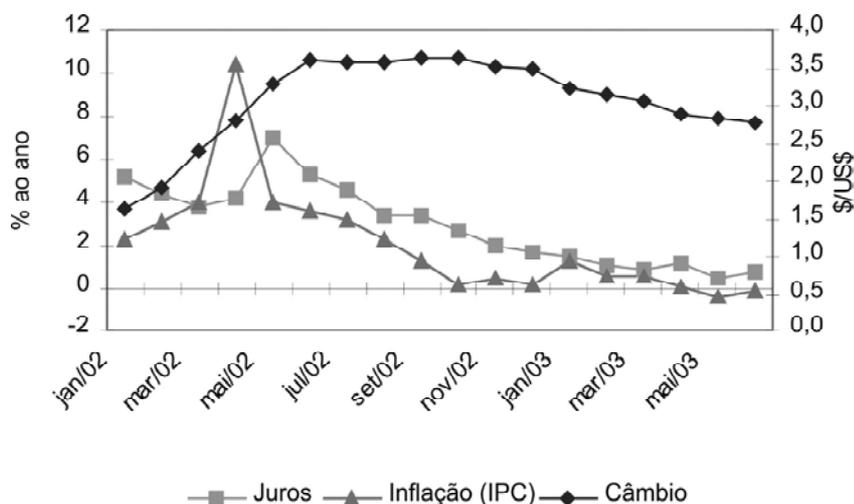
Fonte: adaptado de www.latinfocus.com

3.6. A ARGENTINA APÓS O FIM DA CONVERSIBILIDADE

A análise do desempenho da economia argentina no ano de 2002 permite uma dupla avaliação: por um lado, quando se olha para o crescimento do produto, fica patente que este ano foi certamente o pior na história da economia argentina, com uma queda de 10,9%.

Por outro lado, entretanto, este número não revela toda a verdade dos fatos, já que 2002 foi também o ano do início da recuperação da Argentina. A administração Duhalde obteve impressionante sucesso em evitar a volta da hiperinflação. Os gastos públicos permaneceram estáveis em termos nominais, chegando mesmo a cair em termos reais. No segundo semestre os preços e a taxa de câmbio se estabilizaram e a produção começou a se recuperar. Na verdade, o ano de 2002 marcou o início da recuperação de uma queda no produto que se inicia no ano anterior (gráficos 3.8 e 3.9).

Gráfico 3.8 – Argentina: Câmbio, Juros e Inflação (jan 2002 – jun 2003)
(câmbio nominal, juros nominais sobre depósitos a prazo em US\$, IPC)

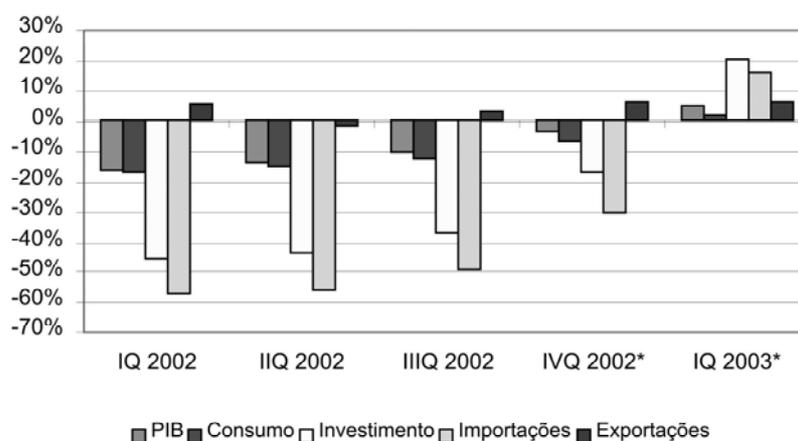


Fonte: Mecon (2003)

No primeiro semestre de 2002 a Argentina enfrentou forte desvalorização cambial, sério risco de hiperinflação e estagnação. Em 15 de janeiro, quatro dias após a reabertura do mercado de câmbio, a moeda local já chegava à cotação de \$0,50/US\$1,00. O forte aumento na oferta monetária resultante do processo de gradual pesificação da economia foi reforçado pela aprovação pelo Senado, em 17 de janeiro, de um programa de socorro aos bancos, nos moldes do Proer brasileiro, que resultou na

concessão pelo Banco Central de empréstimos de grande vulto para os bancos públicos. O problema piorou ainda mais quando, em 01 de fevereiro, a Suprema Corte derrubou parcialmente o congelamento dos depósitos, obrigando o Governo a completar a pesificação da economia, abolindo o regime de câmbio duplo. A manutenção do controlito por Lenicov era uma das formas de se evitar os aumentos de preços. O excesso de oferta monetária foi absorvido pela desvalorização do câmbio, pela elevação nas taxas de juros e pela alta nos preços. Esta última, entretanto, foi surpreendentemente moderada, especialmente em se considerando a abrupta queda no valor do Peso (com parar inflação e desvalorização cambial). Vários fatores contribuíram para que se impedisse a volta da hiperinflação, entre os quais merecem destaque a depressão da demanda, a pouca liquidez da economia e o congelamento de algumas tarifas públicas (além do controlito, enquanto durou).¹¹⁷

Gráfico 3.9 – Argentina: Crescimento Econômico, trimestral
(crescimento percentual sobre o ano anterior)



Fonte: Mecon (2003)

Em 23 de abril Jorge Lenicov renunciou ao Ministério da Economia, após derrota de seu projeto de converter em títulos os depósitos bloqueados em anescentes. Três dias depois, Roberto Lavagna assumiu em seu lugar. A gestão de Lavagna não descuidou do ajuste fiscal e do compromisso com a obtenção da estabilidade monetária, resistindo às pressões para o aumento

¹¹⁷ Cf. CLINE (2003).

de salários do setor público, apesar da alta inflação do período. Com o resultado disso, a partir de julho de 2002 a situação da Argentina começou a melhorar. A despesa primária com relação ao PIB caiu substancialmente, de 18,6% em 2001 para 17,1% em 2002, e o superávit primário subiu de 0,54% para 0,72% do PIB no mesmo período. As Províncias limitaram seus déficits primários a 0,5% do PIB e interromperam a pressão de quase-moeda provincial, em troca da assunção de suas dívidas pelo governo federal. Após alguma expansão monetária no último trimestre de 2002, o ano de 2003 se iniciou com renovada restrição de liquidez e o fechamento de um acordo de transição com FMI. O BC passou a seguir por uma meta monetária e liberalizou gradualmente os controles cambiais, de modo a garantir uma taxa de câmbio competitiva para o peso, garantindo saldos positivos na balança comercial e o aumento das receitas com impostos sobre exportações.

No início de 2003, os sinais de recuperação da economia argentina eram evidentes, podendo ser resumidos com o seguinte (ver também tabela 3.7):

1. Fim das grandes fugas de capital que caracterizaram a segunda metade de 2001 e o início de 2002.
2. Superávits primários consistentes e continuados.
3. Aumento dos depósitos em moeda nacional.
4. Estabilização da taxa de câmbio.
5. Acentuada redução nas taxas de inflação, em grande parte devido à redução na volatilidade cambial.
6. Crescimento do PIB, impulsionado pela indústria de transformação.¹¹⁸
7. Recuperação da formação bruta de capital fixo.

¹¹⁸ O PIB argentino fechou o ano de 2003 com uma expansão de 8,4% .

Trimestre	1º/2002	2º/2002	3º/2002	4º/2002	1º/2003
Varição nas reservas (US\$ milhões)	-2187	-3128	-215	1014	66
Resultado Primário (US\$ milhões)	-1850	1188	1007	1911	1788
Depósitos em Pesos (% do total)	34,00%	52,70%	94,60%	94,70%	94,60%
Taxa de câmbio nominal (\$/US\$)	2,4	3,6	3,6	3,5	3,1
IPC	5,70%	18,90%	9,20%	2,30%	2,20%
Varição na produção industrial	-19,50%	-15,20%	-8,50%	2,00%	19,50%

Fonte: Mecon (2003)

3.7. ABERTURA FINANCEIRA NO BRASIL: GOVERNOS SARNEY, COLLOR E ITAMAR

A passagem dos anos 1980 para a década de 1990 foi marcada pela desaceleração da economia mundial e conseqüente aumento da liquidez internacional, permitindo ao Brasil retomar o acesso aos outrora escassos financiamentos externos. A solução da crise da dívida, com o vênus, vem através do plano Brady, que permite a securitização dos passivos contraídos com taxas de juros flutuantes, substituindo-os por títulos remunerados a taxas fixas, além de redução do principal e nos juros devidos e alongamento dos prazos.¹¹⁹ Entretanto, a retomada do acesso do Brasil ao mercado global de capitais foi fruto de um processo iniciado um pouco antes, no biênio 1987-88. Paradoxalmente, é no Governo Sarney - marcado pela ineficácia externa e possívelmente pelo momento de baixa credibilidade externa da história do Brasil - que se adotam medidas liberalizantes que podem ser apontadas como o marco inaugural do atual processo de abertura no Brasil. As principais ações nesse sentido foram as seguintes¹²⁰:

1 Resolução nº1289/87 do Conselho Monetário Nacional, que regulamentava a operação no Brasil de sociedades, fundos e carteiras de investimento de capital estrangeiro.

¹¹⁹ O Brasil aderiu ao Plano Brady em 1994.

¹²⁰ CARCANHOLLO, op. cit.

2 Resolução nº1460/88 do Conselho Monetário Nacional, que permitia a conversão de títulos de dívida externa em investimentos no Brasil.

3 Criação do mercado de câmbio flutuante, um importante passo para a liberalização cambial.

4 Regulamentação da emissão de títulos (ADR e GDR) por instituições internacionais, lastreados em ações de empresas brasileiras, ampliando o acesso das empresas nacionais ao mercado global de capitais.

Também no campo comercial, o governo Sarney implementou um série de medidas que, se não tinham propriamente um propósito liberalizante, racionalizaram o sistema e prepararam o terreno para a abertura comercial em preceito na década de 1990, suprimindo os regimes especiais de importação e eliminando o IOF e algumas outras taxas incidentes sobre as importações.¹²¹

A partir de 1990, já no Governo Collor, a liberalização cambial e a ampliação do grau de mobilidade de capitais na economia ganharam forte impulso, especialmente com a Carta Circular nº 5 do Banco Central (CC5), que permitia a não-residentes a compra e venda de divisas, e com o anexo IV à resolução CMN nº 1289/87, que abolia restrições aos investimentos externos em bolsa de valores no país. Segundo Gremaud et al., "o processo se dá em direção a introdução de um mercado de câmbio flutuante no país", "mas com forte interferência do Bacen".¹²² O Brasil se tornava um país atraente aos investidores estrangeiros (tabela 3.8).

Ano	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Investimento Direto	6	7,4	2,7	5,2	6,1	12,1	13,8
Investimento em Carteira (Anexo IV)	6,5	21,7	46,1	58	45,9	32,4	30,1
Empréstimo em Moeda	37,9	44,8	33,8	20,3	29,5	35,5	27,5
Vinculado ao Comércio Exterior	49,5	26	17,5	16,5	18,5	20	28,5
Total, em US\$ milhões	11.627	17.791	32.667	43.073	53.885	78.949	128.984

Fonte: adaptado de Carcanholo (2002)

¹²¹ GREMAUD ET AL., *op.cit.*

¹²² *Op. cit.*, p.240

Com relação à abertura comercial, o Governo Collor inverte a tendência protecionista predominante nas décadas de 1970 e 1980, procedendo à eliminação de barreiras não-tarifárias (regimes especiais de importação remanescentes e restrições quantitativas às importações) e à implementação de um cronograma de fortes reduções tarifárias, iniciando um processo que derrubaria a tarifa média no Brasil de 32,2% em 1989, para 14,2% em 1994.

O plano Collor I e II, que tinham falhado no combate à inflação, levaram à troca da Ministra da Fazenda Zélia Cardoso de Melo por Márcio Marques Moreira em maio de 1991, fato relevante no que diz respeito à abertura externa.¹²³ Márcio, que no plano interno adotou medidas antinflacionárias de cunho ortodoxo, buscou na área externa a aproximação com a comunidade financeira internacional, procurando fechar um acordo para a dívida externa e implementando medidas liberalizantes na área financeira. O novo ministro se aproveitou do referido aumento da liquidez internacional decorrente da baixa nas taxas de juros nas economias centrais para, através de substancial elevação da taxa de juros interna e de uma política de manutenção da taxa de câmbio real fixa, impelir as empresas nacionais a buscar recursos no exterior, o que foi feito prioritariamente por meio de bônus, commercial papers, notes, securitização de recebíveis, etc. A colchação de títulos pelas empresas, aliada ao volume crescente de investimentos diretos no mercado de capitais brasileiro, levou a um acentuado crescimento na captação bruta de capitais estrangeiros no país, no qual a participação de empréstimos tradicionais de governos, bancos e organismos internacionais diminuiu sensivelmente.¹²⁴

Cronograma inicial	1990	15/02/91	01/01/92	01/01/93	01/01/94
Cronograma antecipado (em fevereiro de 1992)	1990	15/02/91	01/01/92	01/10/92	01/07/93
Media da tarifa (%)	32,2	25,3	21,2	17,1	14,2
Moda (%)	40	20	20	20	20
Desvio padrão (%)	19,6	17,24	14,2	10,7	7,9

Fonte: adaptado de Carcanholo (2002)

¹²³ Informação detalhada sobre o fracasso da gestão Zélia Cardoso de Melo no combate à inflação pode ser encontrada em CARVALHO (1996).

¹²⁴ A captação passou de US\$ 5 bilhões em 1990 para US\$ 9,6 bilhões em 91, US\$ 17 bilhões em 92 e mais de US\$ 30 bilhões a partir de 93 (Gramaud et al., p. 241).

A crescente entrada de recursos externos forçava a com pra de dólares no mercado pelo Banco Central, de modo a evitar a valorização da taxa de câmbio real. Disto resultava forte expansão monetária, o que era evidentemente incompatível com o objetivo da autoridade econômica de manutenção de taxas de juros elevadas.¹²⁵ Dessa forma, o BC se via obrigado a enxugar a liquidez excessiva através da venda de títulos, ocasionando um endividamento público crescente.¹²⁶ Em suma, "os dois objetivos perseguidos por Marinho tornavam o crescimento da dívida pública endógeno, em um ambiente em de entrada de recursos".¹²⁷

A combinação de ortodoxia econômica e liberalização financeira e comercial teve resultados diversos nos planos interno e externo. Por um lado, com o resultado do grande afluxo de recursos e da renegociação da dívida externa, as contas externas do país melhoraram sensivelmente. Apesar da liberalização comercial, as importações mantiveram relativa estabilidade, ao passo que as exportações tiveram bom desempenho no período. O déficit em transações correntes observado em 1991 foi revertido no ano seguinte pela evolução positiva da balança comercial. Por outro lado, no período 1990-92 a economia enfrentou uma recessão, com crescimento médio de -1,2%

Tabela 3.10 Brasil: Balanço de Pagamentos no Governo Collor, em US\$ bilhões

Ano	1989	1990	1991	1992
Balança Comercial	16,1	10,7	10,6	15,3
- Exportações	34,4	31,4	31,6	35,9
- Importações	18,3	20,7	21	20,6
Balança de Serviços	-14,8	-15,3	-13,5	-11,3
- Lucros e dividendos	-2,4	-1,6	-0,6	-0,5
- Juros líquidos	-9,6	-9,7	-8,6	-7,3
- Outros	-2,8	-4	-4,3	-3,5
Saldo em transações correntes	1,5	-3,8	-1,4	6,1
Movimento de capital	-4,1	-4,7	-4,1	25,2
- Empréstimos	1,9	-0,3	0,9	17,5
- Investimento em carteira líquido	0,7	0,1	0,5	1,7
- Investimento direto estrangeiro líquido	0,1	0,3	0,5	1,1
- Amortizações pagas e refinanciadas	-14,5	-8,6	-7,8	-8,5
Saldo do balanço de pagamentos	-3,4	-8,8	-4,6	30

Fonte: Banco Central (www.bcb.gov.br)

¹²⁵ A liberação dos Cruzados N ovos confiscados por Collor em março de 1990 reforçou ainda mais a expansão monetária.

¹²⁶ Segundo a Andina (1994), a dívida mobiliária federal cresceu 26,21 % entre dezembro de 1991 e dezembro de 1992.

¹²⁷ G R E M A U D E T A L . , op cit., p 241.

ao ano¹²⁸, a inflação não foi controlada¹²⁹ e a combinação de abertura externa com expansão da dívida pública tornou a economia brasileira mais vulnerável a retrações na liquidez internacional.

Após o impadimento de Collor, em setembro de 1992, em meio a denúncias de corrupção generalizada no Governo, o Vice-Presidente Itamar Franco é alçado à Presidência da República. Em que pese a inclinação de Itamar em empreender uma redução no ritmo das reformas liberalizantes, a verdade é que seu governo não foi capaz de impedir a continuidade do programa de abertura econômica lançado por Collor, que, em alguns casos, foi até mesmo acelerado.¹³⁰ Ante a evidência do fracasso da equipe econômica de Collor em promover o crescimento e a estabilização dos preços, o Plano Real é lançado, sob os auspícios do então Ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso.

3.8.O PLANO REAL*

A origem teórica do Plano Real remonta aos anos 1980, época de acalorado debate acadêmico entre inercialistas e pós-keynesianos a respeito das causas da inflação no Brasil. Inspirado nas concepções teóricas da corrente inercialista, o Plano Real trazia implícito o entendimento da inflação brasileira como um fenômeno de dupla posição: por um lado, havia os choques, de oferta ou de demanda, que agiam pontualmente, acelerando a inflação; por outro, havia os resíduos inflacionários (ou "inércia inflacionária"), que operavam no sentido da manutenção da tendência da inflação. O componente inercial da inflação tinha como causas os mecanismos formais de indexação e a capacidade dos agentes econômicos de recompor seus preços de renda real, ao repassar aumentos de custos para os preços. A falta de sincronia entre os reajustes levava a uma situação de contínua transferência de renda real entre os agentes, encorajando um processo cumulativo e crescente de elevação de preços. Caso se atingisse a simultaneidade total dos reajustes, eliminaria-se o conflito distributivo e portanto uma das causas da inflação inercial.

¹²⁸ Calculado a partir de dados de WORLD BANK (1999).

¹²⁹ Na gestão Collor o IPC da Fipe registrou um aumento médio de 19,98% ao mês.

¹³⁰ GREMAUD ET AL., op.cit., p.242.

* Esta seção e a que se segue estão baseadas em LARA RESENDE (1985), ARIDA e LARA RESENDE (1985), GREMAUD ET AL., op.cit., BACHA (1997), e CARCANHOLO (2002).

As propostas de estabilização dos acadêmicos inercialistas eram basicamente duas: em primeiro lugar, havia a proposta do Choque Heterodoxo, de autoria de Francisco Lopes, baseada nas idéias de congelamento e descompressão, e que já havia sido utilizada sem sucesso no Plano Cruzado. O congelamento dos preços equivaleria a uma sincronização ou simultaneização "definitiva" dos reajustes, eliminando o resíduo inflacionário. Em seguida, seria possível liberalizar novamente os preços sem o risco da volta da inflação inercial, utilizando-se os instrumentos clássicos de política macroeconômica para o enfrentamento de eventuais novos choques.

A segunda alternativa, que serviu de base para o Plano Real, era a proposta da Moeda Indexada, de autoria de Pérsio Arida e André Lara Resende¹³¹, fundamentada na idéia de desindexação através da indexação absoluta. A crítica dos autores com relação à proposta do Choque Heterodoxo estava baseada na idéia de que o congelamento de preços tão somente cristalizaria o conflito distributivo, sem entretanto resolvê-lo, dado que, por definição, ocorreria em um momento em que os reajustes ainda não tivessem atingido uma total simultaneidade. A alternativa proposta pelo "Plano Larida" seria a introdução, ao lado da moeda oficial, de uma moeda indexada pelo governo, e portanto imune ao índice inflacionário. Desta forma, as funções clássicas de unidade de conta e reserva de valor da moeda oficial seriam paulatinamente transferidas para a moeda indexada. Quando este processo terminasse, bastaria que se decretasse a transferência da função de meio circulante para a moeda indexada. Evidentemente, a estabilização dos preços não duraria sem que se eliminasse também os componentes não-inerciais da inflação, ou seja, o déficit público e a política monetária frouxa.

A estratégia de combate à inflação do Plano Real foi dividida em três etapas, conforme descrito abaixo:

1 Plano de Ação Imediata (PAI), implementado no final de 1993 e início de 1994, com o objetivo de promover o equilíbrio fiscal operacional e portanto eliminar o componente não-inercial da inflação. O PAI contou basicamente com dois instrumentos: o Fundo Social de Emergência (FSE),

¹³¹ Motivado pelo qual foi apelidada de "Plano Larida".

que foi constituído por meio do corte de 20% das destinações orçamentárias previstas na proposta orçamentária de 1994; e o Imposto Provisório sobre Movimentações Financeiras (IPMF).

2. Introdução da Unidade Real de Valor (URV), em março de 1994, com o indexador para preços e contratos que deveria "tomar" da moeda oficial a função de unidade de conta e reserva de valor. Reajustada diariamente com base na variação do Dólar, a URV foi responsável pela superindexação da economia e pelo consequente alinhamento com o preço dos preços relativos.

3. Criação do Real, em julho de 1994, através da transformação da URV em meio circulante, obedecendo à paridade de CR\$ 2.750,00 = R\$1,00.

O grande acúmulo de reservas do período anterior à implantação do Real permitiu ao governo fixar um limite máximo de R\$1,00/US\$1,00 para a taxa de câmbio, configurando portanto uma âncora cambial para os preços, através de um regime de bandas assimétricas. A folga cambial proporcionou ainda, em conjunto com a abertura comercial, um mecanismo adicional de controle de preços através das importações, que obrigou os preços domésticos dos tradeables a se conformarem aos preços internacionais. Não por outro motivo, o processo de abertura comercial foi bastante aprofundado no Governo FHC, com reduções adicionais nas alíquotas de importação (especialmente para os bens de consumo com maior relevância na composição dos índices de preços) e implantação antecipada da Tarifa Externa Comum do Mercosul. No lado das exportações, a sobrevalorização do Real tornava nossos produtos mais caros no exterior, reduzindo a demanda por exportações brasileiras e contendo os preços através da redução na demanda agregada.

Em março de 1995, o sistema de bandas assimétricas foi substituído por um regime de bandas cambiais "puro", ou seja, com o estabelecimento de limites máximo e mínimo de flutuação, além dos quais o governo interviria no mercado para levar a taxa de volta ao patamar preestabelecido para a banda, comprando ou vendendo dólares conforme a necessidade. Um regime de bandas cambiais não pode ser classificado nem como de câmbio fixo nem como de câmbio flutuante, situando-se portanto entre as alternativas da "trindade impossível". Como é evidente, este tipo de regime

internedário só poderia ser mantido na presença de um nível adequado de reservas internacionais, que permitisse a atuação do Banco Central no mercado de câmbio. Dessa forma, a manutenção do sistema passou a sofrer a ameaça constante de uma eventual reversão nos fluxos de capitais para o país que obrigasse a autoridade econômica a se over para um dos cones. Não alheias a este problema, as autoridades econômicas tomaram medidas no sentido do aprofundamento da abertura financeira, o que demonstra que entendiam o aumento da atratividade dos mercados nacionais - e não o controle sobre fluxos financeiros - como a melhor forma de precaução contra a evasão de capitais. As principais medidas de liberalização financeira desde o lançamento do Plano Real foram as seguintes:

1 Resolução CMN 2028/93, regulamentando o investimento estrangeiro em carteira, através da criação do Fundo de Renda Fixa - Capital Estrangeiro, que permitia o investimento em títulos do Tesouro, do Banco Central e de empresas e instituições financeiras nacionais.

2 Resoluções CMN 2148/95, 2170/96 e 2312/96, autorizando a captação de recursos externos pelos bancos com o intuito de viabilizar repasses internos, a pessoas físicas e jurídicas, para financiamento de custeio, investimento e comercialização da produção agropecuária; para financiamento imobiliário e para empresas exportadoras.

3 Resolução 2689/00, extinguindo as restrições à transferência de recursos entre diferentes aplicações pelos investidores estrangeiros.

4 Liberalização parcial da convertibilidade interna da moeda, tanto pela ampliação do número de ativos indexados ao dólar à disposição dos investidores quanto pelo aumento da liberdade de posse de divisas no mercado flutuante.

Os principais resultados do Plano Real foram muito animadores, com queda abrupta da inflação e grande crescimento econômico.¹³² Os saldos na balança comercial evidenciavam o desequilíbrio que perduraria pelo restante da década (tabela 3.11), mas eram mais do que compensados pelas entradas

¹³² O IPC da Fipe registrou um aumento de 43,8% no primeiro semestre e 6,0% no segundo semestre de 1994. Neste mesmo ano o PIB se expandiu em 5,85%.

de capitais estrangeiros e pela redução continuada das reservas internacionais do país. Este quadro positivo, entretanto, mudaria em menos de um ano.

Ano	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Balança Comercial	10,4	-3,2	-5,6	-8,4	-6,5	-1,2
- Exportações	43,5	46,5	47,7	53	51,1	48
- Importações	33,1	49,7	53,3	61,4	57,6	49,2
Balança de Serviços	-14,7	-18,6	-21,7	-26,9	-30,3	-25,2
- Lucros e dividendos	-2,5	-2,6	-2,3	-5,6	-7,1	-4
- Juros líquidos	-6,3	-8,2	-9,8	-10,4	-11,9	-15,2
- Outros	-5,9	-7,8	-9,6	-10,6	-11,3	-6
Saldo em transações correntes	-1,7	-17,8	-24,3	-32,4	-34,1	-25,4
Movimento de capital	14,3	30,9	34,2	26	15,9	13,9
- Empréstimos	53,8	33,5	22,8	28,8	41,6	28
- Investimento em carteira líquido	5	4,7	6,1	5,3	-1,8	3,8
- Investimento direto estrangeiro líquido	1,9	2,9	9,2	16,2	23,7	26,9
- Amortizações pagas e refinanciadas	-50,4	-11	-14,4	-28,7	-33,5	-42,4
Saldo do balanço de pagamentos	12,9	13,5	9	-7,8	-17,2	-7,8

Fonte: Banco Central (www.bcb.gov.br)

3.9. COLAPSO DO REGIME CAMBIAL BRASILEIRO

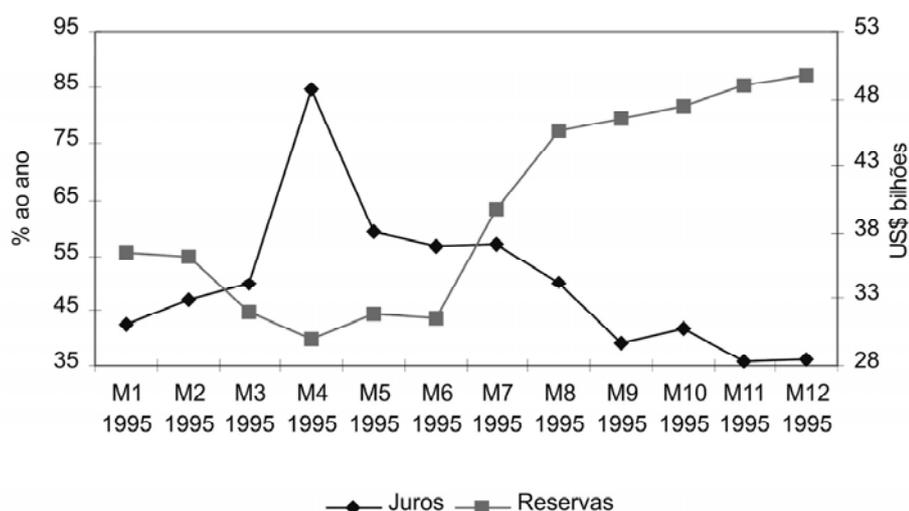
A história da crise do Plano Real é a história de três outras crises, a saber: a mexicana (1994), a asiática (1997) e a russa (1998). A evolução da fragilidade externa do Brasil sob o regime cambial intermédio do Plano Real pode, assim, ser contada sob a forma do drama em três atos que descrevem os a seguir.

1. **Crise Mexicana:** assim com o no caso da Argentina, é a crise do México, no final de 1994, que torna evidente a fragilidade externa da economia brasileira. A aversão ao risco e a com pensação de prejuízos pelos investidores internacionais levam à fuga de capitais, à diminuição das reservas e ao crescimento do déficit em transações correntes, obrigando o governo brasileiro a implementar medidas emergenciais, dentre as quais se destacam o alargamento da banda cambial¹³³, a elevação de alíquotas e estabelecimento de quotas para a importação, a criação de incentivos às

¹³³ Possibilitando um maior ritmo de desvalorização cambial, o que de certa forma antecipa o desfecho de 1999, pois não deixa de ser um pequeno movimento do regime intermédio em direção ao comércio cambial flutuante.

exportações e, em consonância com a estratégia que detalham os há pouco, o aprofundamento do grau de abertura financeira, com redução da tributação (IO F) sobre a entrada de capitais externos e grande elevação das taxas domésticas de juros, visando ao incremento da atratividade externa da economia brasileira (gráfico 3.10). As medidas deram resultado, com a reversão no fluxo de capitais, incremento das reservas internacionais e dos resultados comerciais do Brasil. O custo destas ações emergenciais, entretanto, foi alto para o país. Além do crescimento acelerado da dívida pública, o choque de juros ensejou um forte retração do crescimento do produto (de 4,22% em 1995 para 2,66% no ano seguinte) e a fragilização do sistema financeiro, o que terminaria resultando no Proer.¹³⁴

Gráfico 3.10 – Brasil: Juros e Reservas na Crise Mexicana



Fonte: IMF's International Financial Statistics

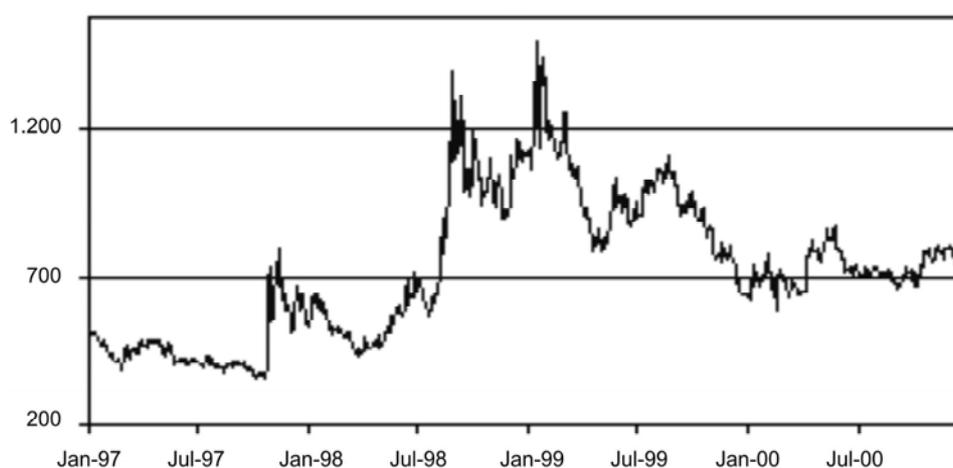
2. Crise Asiática: o reaquecimento da economia brasileira só aconteceria com a redução das taxas de juros, no segundo semestre de 1996, após o acúmulo de US\$ 60 bilhões em reservas internacionais.

¹³⁴ Os bancos, que tinham aumentado a concessão de crédito com o fim de compensar as perdas decorrentes da queda da inflação, sofreram forte impacto negativo com a elevação generalizada da inadimplência que se seguiu à desaceleração da economia brasileira após a crise do México. O programa de reestruturação do sistema financeiro custou mais de R\$ 20 bilhões aos cofres públicos. Para maiores detalhes, cf. Resolução CMN nº 2208/95 em <www.bcb.gov.br> e o Relatório da CPI do Proer em <www.camara.gov.br/albertogo.htm/arq_pdf.htm> .

Não houve muito tempo, entretanto, para a recuperação plena: a crise asiática de 1997 engendrou nova e acentuada reversão no sentido dos fluxos financeiros, levando o governo a elevar fortemente as taxas de juros, de modo a combater o crescimento no risco-Brasil (gráficos 3.11 e 3.12). Mais uma vez, a fuga de capitais foi contida às expensas do crescimento econômico e do aumento da dívida pública. Além disso, o Governo lançou (mas não chegou a implementar completamente) o chamado "Pacote 51", prevendo medidas de ajustamento fiscal via redução de gastos públicos e aumento de arrecadação tributária.

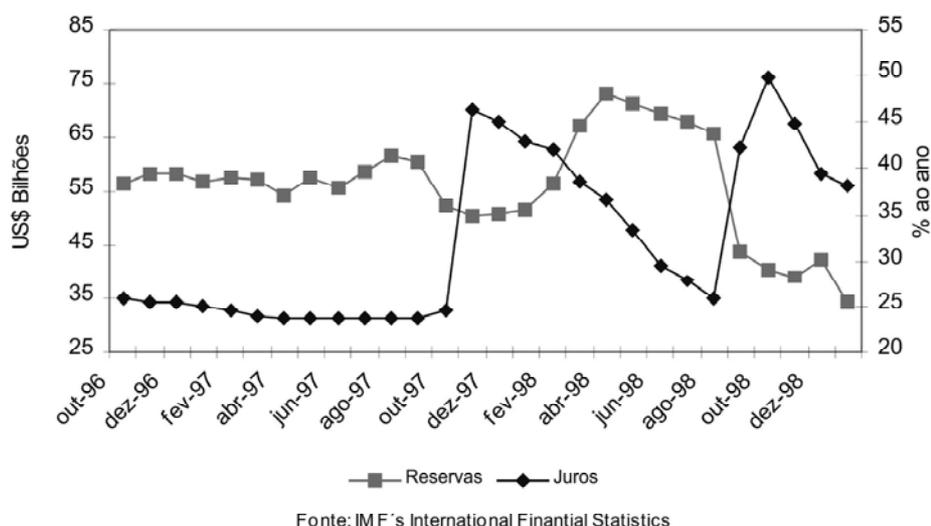
3. Crise Russa: a crise russa veio um ano depois da crise asiática, antes que a economia pudesse iniciar uma recuperação. A resposta do governo ao aumento da volatilidade nos mercados foi, como de costume, a concessão de incentivos tributários para a entrada de capitais externos, a abrupta elevação das taxas de juros e o lançamento de novo pacote fiscal, dessa vez prevendo metas obrigatórias de superávit primário e lançando a Lei de Responsabilidade Fiscal. As medidas, entretanto, não tiveram sucesso desta vez, e o Brasil perdeu mais de US\$ 30 bilhões em reservas no dinâmico espaço de três meses (gráfico 3.12). A credibilidade do país e as cotações dos títulos do Tesouro despencaram nos mercados internacionais, e a crise russa se transformou em uma crise brasileira (Gráfico 3.11).

Gráfico 3.11 – Risco-Brasil, EM BI (1997-2000)



Fonte: adaptado de www.latinfocus.com

Gráfico 3.12 – Brasil: Juros e Reservas (1996-98)



A não-reversão do sentido dos fluxos de capitais após a crise russa foi o início do fim do regime de bandas cambiais implementado no Plano Real. No final de 1998, pressionado pelas circunstâncias, o governo brasileiro fechou um acordo no valor de US\$ 41,5 bilhões com o FMI, que previa a manutenção e ampliação dos esforços fiscais e das reformas liberalizantes, tanto no campo comercial quanto no financeiro, e muito especialmente a preservação da livre movimentação de capitais do regime cambial. Esta foi a senha para que os investidores internacionais acelerassem o "vôo para a qualidade": por um lado, a não desvalorização do câmbio não em posição de controle lhes dava a clara dimensão de que o regime estava condenado; por outro lado, estas mesmas condições lhes garantiam – se fossem rápidos o suficiente – sair do país com principais rendimentos intocados. Dessa forma, o crédito inicial de quase US\$ 10 bilhões por parte do FMI de nada adiantou para preservar a economia brasileira. Em 13 de janeiro de 1999, o governo falha em uma tentativa de alargamento da banda cambial, provocando desvalorização intradiária de 8,9%. Em 15 de janeiro, a desvalorização intradiária atinge 11,1%, forçando o abandono do regime. Forçadamente, o Brasil abraçava a solução do câmbio flutuante.

3.10. O BRASIL DO CÂMBIO FLUTUANTE

Assim com o ocorrido no colapso do Plano de Convertibilidade argentino, a mudança de regime cambial no Brasil teve resultados iniciais preocupantes.

A desvalorização do Real foi de 64% em janeiro de 1999, e a perda de reservas atingiu quase US\$ 11 bilhões no primeiro trimestre do ano. A dívida do setor público, em grande parte denominada em dólares, cresceu em relação ao PIB.

Entretanto, assim como na Argentina, as transações com mercadorias responderam de forma bastante positiva à desvalorização cambial, com redução de importações e expansão nas exportações. O déficit na balança com mercadorias, que chegou a atingir US\$ 8,5 bilhões em 1998, foi reduzido para US\$ 1,2 bilhão em 1999 e US\$ 748 milhões em 2000, convertendo-se em superávits de US\$ 2,6 bilhões em 2001 e US\$ 13 bilhões em 2002. O superávit recorde de US\$ 24,8 bilhões registrado em 2003¹³⁵, primeiro ano do Governo Lula, teve ainda a particularidade de, ao contrário dos anteriores, ocorrer prioritariamente pelo aumento das exportações e não pela contenção de importações. Note-se, ainda, que a evolução nos saldos com mercadorias em 2003 se deu em uma situação de valorização cambial, resultante da recuperação do valor do Real após o arrefecimento de pressões especulativas associadas à transição presidencial. A taxa de câmbio, que experimentara uma desvalorização relativamente suave em 2000 e 2001 (de 8,5% e 15,8%, respectivamente), chegou a quase R\$4,00/US\$1,00 em setembro de 2002 (desvalorização de 34% no ano), recuperando 22% de seu valor em 2003 e fechando o ano em R\$2,89/US\$1,00.

Os déficits em conta corrente, por sua vez, foram paulatinamente reduzidos em consequência do desempenho crescentemente positivo da balança com mercadorias, caindo de US\$23,2 bilhões em 2001 (4,55% do PIB) para US\$7,8 bilhões em 2002 (1,67% do PIB) e se convertendo em superávit de US\$4 bilhões em 2003 (0,83% do PIB) - o melhor resultado desde 1992.¹³⁶ A evolução do último ano permitiu um acúmulo de reservas de cerca de US\$11 bilhões, passando de US\$ 37,8 bilhões em dezembro de 2002 para US\$ 49,6 bilhões em dezembro de 2003. Embora a maior parte das reservas ainda corresponda a empréstimos do FMI¹³⁷, o acúmulo de 2003 aponta para uma tendência de redução na vulnerabilidade externa do Brasil, especialmente se se considerar o fato de que, pela primeira vez desde

¹³⁵ Fonte: <www.infoney.com.br>

¹³⁶ O Estado de S. Paulo (2004).

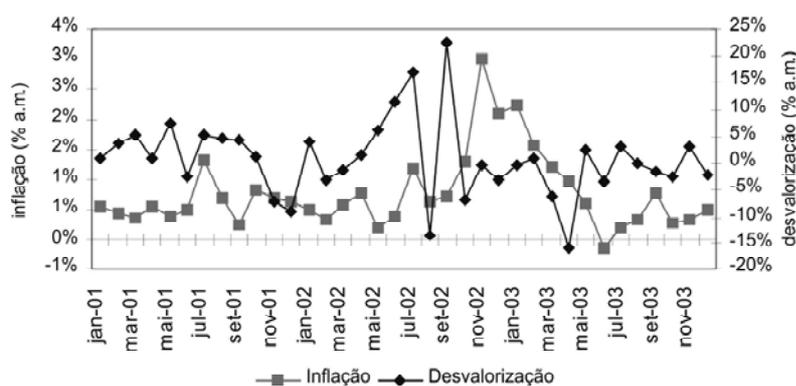
¹³⁷ Sem os empréstimos, o nível das reservas caía US\$ 19 bilhões.

1998, o país conseguiu um saldo positivo no balanço de pagamentos mesmo se os recursos do Fundo não forem considerados.¹³⁸

No campo fiscal, a dívida líquida do setor público, que em função de sua parcela indexada à variação cambial ganhou grande impulso após 1999, tem sido reduzida após chegar a um patamar máximo de 62,5% do PIB em setembro de 2003, especialmente em função da gradativa redução do passivo cambial (com queda de 24,8% na exposição cambial doméstica entre 2002 e 2003).

A inflação, com o na Argentina, não se elevou aos níveis temidos após a desvalorização. Isto se explica, em parte, pelo baixo pass-through observado na economia brasileira¹³⁹ (gráfico 3.13), e em parte pelo pouco dinamismo da demanda agregada, decorrente das altas taxas de juros praticadas pelo Banco Central na administração do Sistema de Metas de Inflação (gráfico 3.14), após atingir um pico de 3% em novembro de 2002. As altas taxas de juros também são apontadas como a causa principal do baixo crescimento econômico do período, que, após responder de forma bastante positiva ao ganho de competitividade no câmbio em 1998 (com crescimento de 4,3% em 2000, ante 0,81% em 1999 e 0,13% em 1998), tem incoado por se estabilizar em níveis pouco elevados desde então.¹⁴⁰

Gráfico 3.13 – Brasil: Desvalorização Cambial e Inflação, em % a.m. (2001-2003)



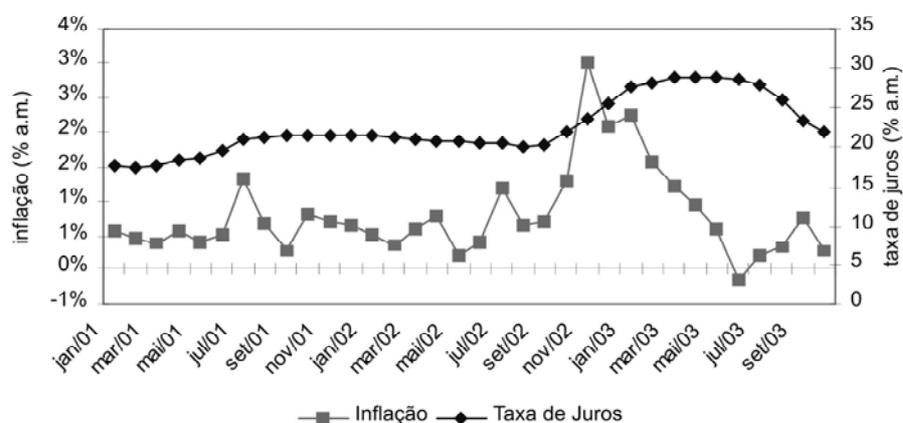
Fonte: IMF's International Financial Statistics

¹³⁸ D o saldo de U S\$ 8,5 bilhões em 2003, apenas U S\$ 4,7 bilhões correspondiam a recursos do FMI.

¹³⁹ BELA ISCH (2003).

¹⁴⁰ Isto não significa, entretanto, que o Sistema de Metas de Inflação seja incompatível com o crescimento do produto ou exija sem pre a manutenção de altas taxas de juros para funcionar com sucesso, com o verem os mais adiante.

Gráfico 3.14 – Brasil: Desavaliação Cambial Inflação, em % a.m. (2001-2003)



Fonte: IMF's International Financial Statistics

3.11. RESUMO

Neste capítulo analisamos as histórias dos processos de liberalização econômica de Brasil e Argentina a partir do final dos anos 1980 e início da década de 1990, dando ênfase aos motivos e aos efeitos das crises cambiais de Brasil, em 1999, e Argentina, em 2002.

Inicialmente tratamos de forma sucinta dos problemas de endividamento de Brasil e Argentina, nos anos 1970, e de como estes problemas levaram à fragilização de suas situações financeiras na década seguinte. Os processos simultâneos de liberalização financeira ocorridos sob Menem e Sarney/ Collor/ Itamar/ FHC são descritos com mais detalhe, especialmente no que diz respeito ao sucesso inicial e à posterior implosão das âncoras cambiais dos Planos Reais e de Conversibilidade. Discutimos como a fixação ou quase fixação do câmbio para corrigir processos hiperinflacionários acabou levando a outra forma de desequilíbrio, i.e., a explosão da dívida pública decorrente do custo crescente – em função da perda de competitividade externa inerente ao câmbio sobrevavaliado e do aumento da aversão ao risco nos mercados internacionais de capitais – das divisas necessárias ao manutenção da sobrevavaliação cambial.

Finalmente, uma breve análise dos efeitos econômicos da adoção do câmbio flexível por Brasil e Argentina mostra que, após o abandono de suas âncoras cambiais, estes países parecem estar experimentando uma gradativa recuperação.

IV - BASES PARA A INTEGRAÇÃO

IV. BASES PARA A INTEGRAÇÃO

4.1. INTRODUÇÃO

Este capítulo tem como objetivo, a partir da organização dos subsídios teóricos e históricos anteriormente apresentados, identificar o conjunto de políticas macroeconômicas que representem a melhor opção possível para a integração entre Brasil e Argentina. Uma vez identificadas, estas políticas permitirão verificar se a hipótese central do trabalho foi corroborada ou refutada, além de fornecer parâmetros para que se avalie a adequação dos critérios de convergência estabelecidos em Florianópolis, em dezembro de 2000. A eventual constatação da existência de critérios insuficientes ou inadequados levará a uma recomendação de política que corrija a rota da integração no sentido desejado. Na primeira parte do capítulo, reconstituir-se-á a cronologia do processo de convergência macroeconômica no Mercosul, do Tratado de Assunção aos dias de hoje, a partir das reuniões e normativas que lhe deram forma. Explicarem os quais são os critérios de convergência hoje e porque foram adotados. Na segunda parte, analisar-se-á as lições que se pode depreender das experiências argentina e brasileira na década de 1990, concluindo o que é o que não é desejável para as nossas economias, nos campos cambial, monetário e fiscal. Em cada parte, corroboram os ou refutam os a hipótese para aquela política específica e avaliam os se as metas do Mercosul são adequadas. Caso contrário, sugerir os mudanças.

4.2. CONVERGÊNCIA MACROECONÔMICA BRASIL-ARGENTINA NO ÂMBITO DO MERCOSUL

A convergência macroeconômica dos países membros do Mercosul está prevista no Tratado de Assunção, que, assinado em 26 de março de 1991, visa à criação de um mercado comum entre o Brasil, a Argentina, o Paraguai e o Uruguai. Em seu artigo 1º, o tratado prevê "a coordenação de políticas macroeconômicas e setoriais entre os Estados Partes - de com ércio

exterior, agrícola, industrial, fiscal, monetária, cambial e de capitais, de serviços, alfandegária, de transportes e comunicações e outras que se acordem”.

A urgência da necessidade de estabilização, entretanto, fez com que para Brasil e Argentina as questões econômicas internas sobrepujassem o compromisso externo de coordenação. Segundo Giambiagi,

“isso era (...) perfeitamente compreensível, pelo fato de que não se podia dizer que os países tivessem completado o processo de transição rumo a uma economia plenamente estável. Crises cambiais ou amplexões de crises, surtos de inflação, déficits públicos elevados etc. eram questões que, nesse contexto, ainda povoavam o dia-a-dia dessas economias. Em consequência, as autoridades de cada país tinham até mesmo uma restrição de tempo para se dedicar a temas de longo prazo, dada a urgência e a dimensão dos desafios nacionais de curto prazo”¹⁴¹.

A adoção do regime de caixa de conversão pela Argentina, em 1991, criou um obstáculo quase intransponível à possibilidade de convergência, dado que Brasil e Argentina passaram a ter regimes cambiais fundamentados em incompatíveis: o valor do Real diminuiu lentamente em relação a um Peso artificialmente congelado em relação ao Dólar. As crises do México, da Ásia e da Rússia, por sua vez, somente ampliaram as dificuldades internas das economias brasileira e argentina, relegando a um distante segundo plano a questão da coordenação. O problema foi agravado pela crise do Brasil, em 1999, que, com o vírus, culminou em forte desvalorização do Real e na alteração do regime cambial, passando do sistema de bandas simétricas para o de câmbio flutuante.

A teoria das Áreas Monetárias Ótimas¹⁴², que descreve as pré-condições necessárias para a adoção de moeda com um entre dois países quaisquer, permite compreender o problema gerado pela não-similitude entre os regimes cambiais de economias que pleiteiam a integração macroeconômica. Segundo uma das pré-condições essenciais descritas por

¹⁴¹ G IAMBIGI (2001), p. 8.

¹⁴² Para um tratamento sucinto do tema, cf. G IAMBIGI (1999). Para uma descrição do desenvolvimento da teoria desde a década de 1960 aos dias de hoje, cf. LACUNZA (2003).

essa teoria, a integração de duas economias será tanto mais factível quanto mais abridas suas similitudes estruturais. A final, "quanto mais parecidas sejam as estruturas econômicas mais abridas se lançarem e seus efeitos terão os choques externos e mais forte será o comprometimento dos ciclos".¹⁴³ Em outras palavras, a adoção de um acordo única (que nada mais é do que o objetivo último de um processo de convergência macroeconômica) será tão mais fácil quanto mais abrida a similitude das vulnerabilidades externas dos países envolvidos. Isto faz com que os países sejam afetados de forma simultânea e análoga pelos mesmos choques externos, eliminando a necessidade de adoção de políticas internas conflitantes pelos candidatos à integração. A final, estruturas econômicas semelhantes implicam virtudes, fraquezas e necessidades também semelhantes.

A semelhança das respostas macroeconômicas de Brasil e Argentina aos choques externos - que já não era grande sob o regime de bandas cambiais brasileiro - tornou-se nula após 1999: economias cujas taxas de câmbio flutuam ajustam-se a choques por meio de desvalorização cambial; economias atreladas a regimes de caixa de conversão o fazem através do arrefecimento da atividade econômica, i.e., recessão. Para se ter idéia dos potenciais efeitos de contágio dessas diferentes formas de ajustamento, basta dizer que as receitas de exportação da Argentina para o Brasil caíram 28% entre 1998 e 1999¹⁴⁴ (da mesma forma, uma recessão na Argentina pode prejudicar as exportações brasileiras para aquele país). A Argentina respondeu à desvalorização brasileira com medidas comerciais protecionistas, levando o Brasil a apelar ao mecanismo de solução de controvérsias do Mercosul e gerando talvez a crise política mais grave da história do bloco.¹⁴⁵

São as tensões originadas do descompasso entre as políticas cambiais de Brasil e Argentina as principais responsáveis pela criação, em junho de 1999, do Grupo de Trabalho sobre Coordenação de Políticas Macroeconômicas do Mercosul.¹⁴⁶ O objetivo do GT era agir, em vista da

¹⁴³ LACUNZA, op. cit., p.14.

¹⁴⁴ Fonte: INDEC - Instituto Nacional de Estadística y Censos <www.indec.mecon.gov.ar> .

¹⁴⁵ Para uma descrição detalhada das dificuldades desse período, ver ALMEIDA (2002a).

¹⁴⁶ Atas de todas as reuniões e a íntegra de todas as normativas citadas podem ser encontradas no site oficial do Mercosul na internet: <www.mercosul.gov.br> .

am eação ao próprio futuro do bloco, no sentido de reavivar o processo de coordenação. Pode-se dizer que é a partir daí que se inicia de fato um movimento de Brasil e Argentina rumo à convergência macroeconômica. Os principais desenvolvimentos desde então podem ser resumidos com o seguinte:

1. Dezembro de 1999: em reunião do Conselho do Mercado Comum (CMC), fica acertada a harmonização das estatísticas macroeconômicas dos países integrantes do Mercosul.

2. Abril de 2000: em reunião de seus Ministros da Fazenda e Presidentes dos Bancos Centrais, Brasil e Argentina decidem criar um Grupo Bilateral de Monitoramento Macroeconômico e acordam unificar, até o mês de setembro do mesmo ano, os seus critérios de cálculo para um conjunto de indicadores macroeconômicos, visando ao posterior estabelecimento de metas fiscais e monetárias. Os demais integrantes do Mercosul são convidados a se juntar ao esforço de convergência macroeconômica.

3. Junho de 2000: o Grupo de Monitoramento Macroeconômico (GMM) é oficialmente criado, em decisão do CMC, com as tarefas imediatas de (i) detectar diferenças metodológicas nas estatísticas oficiais dos integrantes do Mercosul; (ii) criar um a metodologia de cálculo comum; e (iii) produzir estatísticas harmonizadas.

4. Outubro de 2000: em reunião do Conselho do Mercado Comum, o GMM divulga as primeiras estatísticas harmonizadas dos países do Mercosul, com dados retroativos a dezembro de 1999. As estatísticas divulgadas são as seguintes:

- a. Resultado fiscal nominal do governo nacional;
- b. Resultado fiscal primário do governo nacional;
- c. Dívida líquida do governo nacional;
- d. Dívida líquida do setor público consolidado;
- e. Variação da dívida líquida do setor público consolidado.

5. Dezembro de 2000: em reunião do CMC em Florianópolis, os presidentes de Brasil, Argentina, Paraguai, Uruguai, Bolívia e Chile assinam

a Declaração Presidencial sobre Convergência Macroeconômica, com prometendo-se com o cumprimento das seguintes metas:

a. Variação da dívida fiscal líquida do setor público consolidado: teto de 3% do PIB ao ano, a partir de 2002. Em 2002 e 2003, considerados "período de adequação", o Brasil fica autorizado a um teto de 3,5% do PIB.

b. Dívida líquida do setor público consolidado (deduzidas as reservas internacionais): a partir de 2010, a média trienal da dívida líquida do setor público consolidado, expressa como proporção do PIB nominal, deverá respeitar um teto de 40%. A partir de 2005, com base no valor observado no período 2002-2004, as médias trienais acima do limite de 40% deverão registrar uma trajetória descendente, até o atingimento da meta em 2010.

c. Inflação não superior a 5% ao ano no período 2002-2005, com base nos índices de preços de cada país.¹⁴⁷ No caso do Brasil, foi aberta uma exceção para o ano de 2002, com teto de 5,5%¹⁴⁸ para a inflação no período. Já o Paraguai não está incluído nessa meta, devendo, entre 2002 e 2006, reduzir em um quarto ao ano a diferença entre sua inflação anual e as bases estabelecidas no acordo. O GMM ficou incumbido de definir um critério com um índice de núcleo inflacionário¹⁴⁹, para estimação e publicação a partir de 2003. O núcleo terá um teto de 4% ao ano a partir de 2006, com tendência não superior a 3% ao ano. Além disso, foi estabelecido um procedimento para a correção de desvios, estabelecendo que os países que não cumprirem as metas acordadas deverão, em cada caso, tomar as medidas macroeconômicas e estruturais necessárias para, em no máximo um ano, corrigir o problema.

6. Dezembro de 2002: em reunião dos Ministros da Fazenda e Presidentes dos Bancos Centrais do Mercosul, Chile e Bolívia, o dispositivo

¹⁴⁷ Os índices utilizados são: para o Brasil, IPCA, para a Argentina, Uruguai e Paraguai, IPC. Cf. GMM (2000), pp. 9-10.

¹⁴⁸ Devido ao fato da meta de inflação do Banco Central ter sido anteriormente definida com sendo de 3,5% para o ano em questão, com margem de erro de 2 pontos percentuais.

¹⁴⁹ Núcleo inflacionário ou core inflation é um tipo de índice de inflação que exclui os efeitos de variações sazonais de preços, com o que comumente se trabalha, por exemplo, com produtos agrícolas ou energia.

sobre inflação da Declaração de Friburgo é alterado, estabelecendo uma meta de inflação máxima de 5% ao ano para todos os países, a ser alcançada em 2006, e uma trajetória de convergência para a meta baseada na redução anual de um quarto da diferença entre a inflação observada em 2002 e a meta máxima de 5%.

Não nos interessa neste trabalho avaliar o desempenho de Brasil e Argentina no cumprimento das metas de convergência. O que nos preocupa aqui não é o caminho, mas o destino: o importante para nosso raciocínio é avaliar, por meio das características das metas adotadas e da tendência por elas apontada, qual é o tipo de integração macroeconômica que se está gestando no Mercosul. É a partir desta informação que poderemos determinar, apoiados nas discussões teóricas e históricas desenvolvidas no restante do trabalho, se as bases do atual processo de convergência são compatíveis com as características de redução da vulnerabilidade externa, de incentivo ao investimento e dinamização do crescimento econômico que apontamos como desejáveis.

4.3. POLÍTICA CAMBIAL

A teoria das Áreas Monetárias Ótimas estabelece como condição prévia para a integração monetária a similitude estrutural das economias envolvidas, especialmente no que diz respeito à forma de resposta aos choques externos. Isto aponta para a impossibilidade - ou ao menos para a grande dificuldade - da integração entre países com regimes cambiais diferentes. Dessa forma, caberia eleger o regime cambial que deveria ser idealmente adotado por um bloco reunindo Brasil e Argentina. Que lições podem ser extraídas da análise do comportamento dos regimes cambiais destes países a partir da década de 1990?

Em primeiro lugar, as experiências brasileira e argentina parecem confirmar que, num ambiente de livre movimentação dos fluxos de capital, o câmbio fixo ou quase fixo parece ser a mais arriscada das opções de política cambial. Com o visto no capítulo 2, uma âncora cambial implica a autonomia nacional na determinação da política monetária, pois exige que a autoridade econômica mantenha taxas de juros no nível necessário para garantir um nível de reservas suficientes para manter a paridade entre as moedas nacional e estrangeira. Em parte, isto também vale para regimes

de flutuação suja, com o o de bandas com biáis, pois a manutenção do limite superior da banda ou do ritmo de desvalorizações exige a atuação do Banco Central, e portanto não dispensa a necessidade de divisas. Em consonância com as previsões da teoria, vimos no capítulo 3 que, em momentos de retração da liquidez internacional, Argentina e Brasil enfrentaram grandes dificuldades para manter seus regimes de caixa de conversão ou de bandas com biáis, pois se viam obrigados a elevar o nível de suas taxas de juros internas de modo a compensar os aumentos nas taxas internacionais, mantendo um diferencial suficiente e grande para garantir a continuidade do fluxo de capitais estrangeiros. Isto teve um pesado custo em termos fiscais, tanto no que diz respeito ao ritmo de endividamento quanto no que tange ao estoque da dívida pública. Além disso, uma alta taxa de juros contribuiu para o desaquecimento da economia, exacerbando o problema fiscal pela queda na arrecadação. Os atrasos com biáis originados da manutenção ou desvalorização em ritmo insuficiente da taxa de câmbio nominal tendem a se refletir negativamente nos saldos comerciais, ocasionando perda de arrecadação tributária nas operações vinculadas ao comércio exterior, aumento do déficit comercial e diminuição do estoque de reservas internacionais. A situação de maior fragilidade das contas públicas leva, por sua vez, à desconfiança dos investidores internacionais, que passam a exigir prêmios de risco crescentes para continuar financiando a âncora cambial, exatamente como o verificado nos casos de Brasil e Argentina. Além disso, a crise brasileira de 1998-99 demonstrou claramente o elevado risco de contágio enfrentado por uma economia com câmbio fixo: a desvalorização no Brasil aumentou tremendamente a pressão para que a Argentina deixasse sua moeda flutuar, de modo a restaurar sua competitividade internacional pela alteração nos preços relativos.

Em segundo lugar, a experiência brasileira com o regime de bandas móveis aponta para a não-viabilidade dos regimes cambiais intermedíarios¹⁵⁰, ao menos enquanto se conservar a liberdade dos fluxos de capital. Na verdade, este tipo de regime cambial tende a sofrer das mesmas fraquezas que um regime de câmbio fixo, ainda que com menos intensidade, por ser mais flexível. Os regimes de flutuação suja costumam produzir atrasos

¹⁵⁰ Conhecida na literatura econômica com o "hollowing out hypothesis".

cam biais, possívelmente porque a aceleração do ritmo de desgaste do valor internacional da moeda sinalize aos agentes econômicos domésticos uma maior possibilidade de crescimento das taxas de inflação, por meio do pass-through da taxa de câmbio. No caso do Brasil, a defasagem cambial se justificou também, com o viés, pela intenção de conter os preços domésticos através do barateamento das importações.¹⁵¹ Os limites de uma banda simétrica ou assimétrica são sempre um convite à ação dos especuladores, que podem apostar contra a sua robustez nos mercados futuros, como fizeram no Brasil no final de 1998 e início de 1999. Dessa forma, o rompimento da banda passa a ser, de modo geral, uma questão de tempo, como ocorreu com o Brasil após os ataques especulativos. James Tobin sintetiza esta posição da seguinte maneira:

"com certeza a lição mais importante das crises cambiais é também a mais óbvia. Não fixe a sua taxa de câmbio. Deixe-a flutuar. Não a restrinja nem mesmo a uma banda larga, com ou sem uma paridade central móvel. Se ela [a taxa de câmbio] atingir o limite inferior da banda, está fixa e convidada ao ataque especulativo. Simplesmente deixe-a flutuar".¹⁵²

O resultado do ataque especulativo bem-sucedido será a transição do regime intermedário para um *corner solution*, como ocorreu com o Brasil quando da adoção do regime de câmbio flutuante em 1999.

Em terceiro lugar, a teoria e a experiência sugerem que o regime de câmbio flutuante seja uma opção mais adequada do que o de câmbio fixo para o atendimento de necessidades de equilíbrio externo. No regime de câmbio flutuante, com o viés, a autoridade econômica recobra a liberdade de ação em termos de autonomia na condução da política monetária. Além disso, um regime de câmbio flutuante elimina a vulnerabilidade da economia a ataques especulativos contra a moeda nacional, dado que neles os ajustes se realizam precisamente por meio da variação cambial. Evidência adicional da superioridade do câmbio flexível vem de um estudo do Centro de Economia Internacional em Buenos Aires¹⁵³, que apresentou uma série de simulações, com base em um modelo macroeconômico de equilíbrio geral,

¹⁵¹ O Real atingiu um pico de sobreavaliação de 38,8% em 1996.

¹⁵² TOBIN (1998), p. 11, tradução nossa.

¹⁵³ Cf. LACUNZA, op. cit.

dos efeitos de choques externos sobre as economias do Mercosul sob diferentes regimes cambiais. As situações simuladas incluíram um aumento na taxa de juros internacionais, um adinúição dos fluxos de capital para o Mercosul e um adinúição no nível de preços internacionais, entre outras. Em conformidade com o que prevê a teoria, os resultados da simulação mostraram uma capacidade de absorção de choques muito maior nos regimes de câmbio flutuante.

Para além de suas virtudes no que diz respeito à resposta a choques, os regimes de câmbio flutuante também atuam de modo a prevenir crises: sem constituir barreira aos fluxos de capitais, o câmbio flexível age no sentido de selecioná-los, na medida em que desencoraja os fluxos de curto prazo. Isto se deve à adinúição dos retornos esperados dos investimentos, causada pelo aumento da incerteza decorrente da maior volatilidade de curto prazo da taxa de câmbio. Dessa forma, os fluxos de médio e longo prazos não são afetados, o que tende a aprimorar o perfil a qualidade do passivo externo do país receptor.¹⁵⁴

A crítica mais freqüentemente encontrada com relação às economias que adotam regimes de câmbio flutuante é a do "modo de flutuar", segundo a qual a esmagadora maioria dos países que afirmam adotar regimes de câmbio flexível "puro" – incluindo o Brasil e a Argentina – na realidade não o faz, usando a taxa de juros para manipular o preço do dólar. As principais razões apontadas para isso são os desequilíbrios fiscais que podem ser causados pela existência de uma parcela importante da dívida pública atrelada ao dólar, os efeitos inflacionários e que podem resultar de um elevado coeficiente de pass-through da taxa de câmbio para os preços internos, e até mesmo a simples desconfiança das autoridades com relação aos mercados internacionais.¹⁵⁵

Ora, a experiência recente mostra que nos casos de Brasil e Argentina o pass-through da taxa de câmbio não se tem constituído num problema tão grave quanto se poderia esperar num regime de taxas de câmbio flutuantes. Nestes países, a desvalorização que se seguiu às mudanças de regime cambial

¹⁵⁴ Cf. CEPAL (2002a).

¹⁵⁵ Um trabalho já clássico sobre o assunto é o de CALVO E REINHART (2000). Uma abordagem sintética pode ser encontrada em FERREIRA (2003).

não parece ter se traduzido em grande impulso inflacionário, dada a disparidade entre a evolução da taxa de câmbio e a do nível de preços: em 2002, a inflação na Argentina foi de 25,9%, contra uma desvalorização cambial de 250%. Em 1999, o Brasil enfrentou uma desvalorização do Real da ordem de 32,5%, contra uma inflação de apenas 4,9%. Segundo Antônio Barros de Castro e Francisco Pires de Souza,

"(...) a principal razão pela qual o regime cambial instaurado no Brasil a partir de janeiro de 1999 conquistou terreno dentro e fora do governo, tomando-se uma instituição de difícil reversão, foi o fato de que ele se mostrou consistente com a inflação baixa".¹⁵⁶

Quanto à questão da dívida pública, é redundante dizer que desvalorizações cambiais aumentam o volume da dívida indexada. O caso do Brasil ilustra bem o problema, já que em 2002, em meio à indefinição quanto às eleições presidenciais, a crise de confiança dos investidores levou a cotação do dólar a quase R\$4,00, provocando o crescimento acelerado da dívida cambial. Em setembro de 2002, a exposição cambial chegou a 40,7% do total da dívida (R\$ 268 bilhões). Por outro lado, não parece haver nenhum comprometimento fundamental entre a adoção do câmbio flutuante e a efetiva redução da exposição cambial da dívida. O mesmo caso brasileiro pode ilustrar este ponto, dado que, em 2003, mudanças na política de rolagem da dívida pelo Banco Central diminuíram a exposição a 20,7% do seu total – o menor patamar desde dezembro de 1999, quando a emissão foi iniciada.¹⁵⁷

Nenhuma destas observações, porém, serve de garantia contra o risco de que o coeficiente de pass-through se eleve ou de que uma grande desvalorização da moeda nacional resulte em crescimento explosivo da parcela remanescente de dívida cambial dos países. É por este motivo que autores como o Tobin defendem um certo grau de discricionariedade no gerenciamento dos regimes de câmbio "fixo": "eu penso que a flutuação suja é correta. Intervenções às vezes são necessárias, e não precisam ser transparentes".¹⁵⁸

¹⁵⁶ BARROS DE CASTRO e PIRES DE SOUZA (2001), p. 98.

¹⁵⁷ Para maiores detalhes sobre a estratégia de redução do passivo cambial, cf. Banco Central do Brasil (2003).

¹⁵⁸ TOBIN, loc. cit.

A constatação de que os regimes de câmbio flexíveis de jure nem sempre permitem uma flutuação inestrita, ainda que na teoria configure uma oposição interrelacionada entre os dois, na prática não afeta em muito a efetividade do sistema. Isto se deve a dois fatores principais: em primeiro lugar, se o Banco Central "faz de conta" que administra um sistema de câmbio flexível, ele não está obrigado a fornecer aos agentes econômicos nenhuma informação a respeito das situações em que agirá - ou com que intensidade agirá - no mercado de câmbio. Neste caso, com o quer Tobin, o Banco Central não precisa - e nem deve - ser transparente em suas ações. A diferença fundamental que isto cria em relação a um regime de bandas ou a um *crawling peg* é exatamente a incerteza: as apostas contra a moeda nacional se tornam muito caras quando o Banco Central age nos mercados apenas em resposta a eventos pontuais ou em função de uma banda cambial implícita e não declarada, que pode - quando muito - ser estimada pelo mercado financeiro, mas que não implica nenhum tipo de certeza, na medida em que não há com promisso declarado da autoridade monetária com relação à manutenção do valor externo da moeda. Segundo Barros de Castro e Pires de Souza,

"há uma hipótese de que o "melhor com portamento" por parte de algumas moedas flutuantes de economias emergentes depois das crises do final dos anos 90 possa constituir uma tendência - explicável pelo fato de que tais países simplesmente não podem admitir uma flutuação muito intensa do câmbio, pois isto poria em risco sua estabilidade macroeconômica. Em tais circunstâncias, a percepção pelos agentes econômicos (sobretudo os especuladores) de que o Banco Central não permitiria uma flutuação grande levaria o mercado a agir de forma estabilizadora - vendendo moeda estrangeira sempre que as cotações estivessem subindo muito (e portanto o risco de queda por ação do Banco Central aumentasse) e comprando-a sempre que as cotações caíssem muito".¹⁵⁹

Em segundo lugar, e ainda mais importante, ações pontuais do Banco Central num mercado de câmbio teoricamente "flutuante" não alteram o fato de que o sistema não está baseado numa âncora cambial, ou seja, não são cogentes.¹⁶⁰ A autoridade monetária não tem a obrigação de sustentar a taxa de câmbio.

¹⁵⁹ Op. cit., p. 94.

¹⁶⁰ Cf. BARROS DE CASTRO E PIRES DE SOUZA, op. cit., p. 91.

Tendo em vista estas duas observações, a nossa opinião é de que intervenções eventuais e não declaradas do Banco Central não são um a fonte de perturbação suficientemente grande para fazer com que se deixe de considerar um regime cambial com o sentido de câmbio flutuante, dado que não alteram fundamentalmente as características e o funcionamento do sistema.

Entendem os que nossas discussões teóricas e análises empíricas tenham demonstrado que a flutuação cambial, especialmente porque reduz a vulnerabilidade externa e confere autonomia à execução da política monetária, é mais adequada à realidade das economias brasileira e argentina do que o são as alternativas das bandas cambiais e da caixa de conversão. Tal constatação constituiria fundamento suficiente para justificar a corroboração da primeira parte de nossa hipótese central de trabalho: a política mais adequada para a promoção da convergência macroeconômica Brasil-Argentina envolve adoção de um regime de câmbio flexível.

4.4. POLÍTICA MONETÁRIA

A escolha de um regime cambial de livre flutuação abre espaço, com o vínculo, para a condução autônoma da política monetária pelas autoridades econômicas domésticas. Caberia avaliar, portanto, qual o tipo de política monetária mais adequado às especificidades de Brasil e Argentina.

Algumas décadas atrás, acreditava-se na existência de um trade-off entre inflação e desemprego no longo prazo - a chamada curva de Phillips. Isto equivale a dizer que se acreditava ser possível reduzir a taxa de desemprego de forma permanente em troca de um nível um pouco maior de inflação. Com base nesta crença, muitos países conduziram políticas monetárias frouxas durante longo tempo. Entretanto, a teoria das expectativas racionais, desenvolvida posteriormente, demonstrou que o referido trade-off não existia, dado que, caso o desemprego fosse trazido para um nível abaixo da sua taxa natural, as expectativas inflacionárias não apenas teriam seus níveis aumentados, mas se acelerariam. Após este desenvolvimento, passou a haver um consenso crescente de que, fora do curto prazo, o único resultado de uma política monetária expansionista - que procure estimular o produto e reduzir o desemprego via redução na taxa

de juros ou em inflação - é um nível mais elevado de inflação.¹⁶¹ A definição da estabilidade dos níveis de preços com o objetivo da política monetária reflete esta percepção da inutilidade da política monetária com o fim de induzir o pleno emprego.

Existe uma série de motivos pelos quais a estabilidade da inflação é desejável¹⁶²:

1. A estabilidade de preços aumenta a eficiência do sistema econômico, pois é menos custosa para a sociedade.

2. A inflação alta exige mais transações, causando superinvestimento no setor financeiro e portanto distorções na economia com o todo.

3. A inflação alta dificulta as decisões de investimento, pois causa confusão quanto aos preços relativos e aos preços futuros. Esta confusão pode vir a distorcer todo o mecanismo de preços da economia.

4. A inflação alta distorce o sistema tributário, que raramente é indexado, com consequências nefastas sobre o sistema produtivo, com a alocação ineficiente de capitais, distorção da oferta de trabalho e decisões de financiamento inadequadas.

5. Há evidência econômica de que altos níveis de inflação reduzem a taxa de crescimento das economias.¹⁶³

6. Altos níveis de variabilidade da inflação também têm efeito negativo, por si só, na taxa de crescimento das economias.¹⁶⁴

Dito isso, fica claro que a escolha de política monetária de um dado país deverá se dar entre as opções que permitam o combate à inflação. Para cumprir esta tarefa, dois tipos de política são mais comumente

¹⁶¹ Para maiores detalhes a respeito, Cf. MANKIW (1995) e HALL e TAYLOR (1989). Notar que a curva de Phillips permanece válida no curto prazo.

¹⁶² Para maiores detalhes Cf. MISHKIN e POSEN (1997) e MCDONOUGH (1997).

¹⁶³ MISHKIN e POSEN, op. cit., p. 13

¹⁶⁴ Idem.

utilizados: o monetarismo "clássico" friedmaniano e o *inflation targeting*, ou regime de metas de inflação.¹⁶⁵ O monetarismo "clássico" busca controlar o nível de preços pela restrição da oferta monetária, através do controle de um ou mais agregados monetários. Este tipo de política foi muito praticado nas décadas de 1970 e 1980, mas nos últimos anos tem sido abandonado por muitos bancos centrais em favor do *inflation targeting*. O motivo para que isso esteja acontecendo decorre da superioridade do regime de metas de inflação em minimizar a variância do produto em torno de sua taxa natural. O sistema de metas de inflação foi a opção de política monetária do governo brasileiro após a mudança de regime cambial em 1999. O então Presidente do Banco Central, Américo Fraga, explicava nos seguintes termos a decisão tomada:

"uma vez feita a opção pelo câmbio flutuante, tivemos de escolher uma dentre três variantes. Na primeira o câmbio flutua sem nenhum compromisso assumido pelo BC. Na segunda o BC assume algum compromisso em relação aos agregados monetários (com o quantidade de moeda em circulação), mas isso é algo que está em desuso. A terceira variante é aquela na qual o BC tem uma meta explícita de inflação. A vantagem das metas é criar um ritual de transparência e credibilidade. Cria-se uma cultura que olha para a frente. As metas para a inflação não são defasadas, são projetadas. O sistema traz também à tona a noção de compromisso, que é algo que todos os regimes estáveis têm. Então, querem os recuperar o tempo perdido por meio de um compromisso formal. Mas o compromisso não é só do BC. A meta é determinada pelo executivo. Ao BC só cabe cumprila."¹⁶⁶

Um regime de *inflation targeting* nada mais é que "o anúncio público de alvos numéricos de médio prazo para a inflação com um compromisso por parte das autoridades monetárias em atingir estes alvos".¹⁶⁷ O objetivo da política de metas é conduzir a economia a uma situação de estabilidade ou de baixa variabilidade dos preços. As metas funcionariam como um instrumento para pautar as expectativas quanto às taxas futuras de inflação. Elas não constituem um instrumento para baixar a inflação, servindo antes

¹⁶⁵ Cf. VIVEK (2003).

¹⁶⁶ LAHÓZ (1999)

¹⁶⁷ MISHKIN e POSEN, op. cit., p. 9. Tradução nossa.

para reduzir sua volatilidade, ou seja, para manter nos trilhos uma trajetória de taxas de inflação “já dada”. Usadas para este fim específico, as metas apresentam várias vantagens: em primeiro lugar, com o observado por Amínio Fraga, está o fato de que o regime de metas proporciona uma âncora nominal para o nível de preços facilmente compreensível para o público, o que cria uma situação de transparência que ajuda a manter baixas as expectativas de inflação. Além disso, o sistema reduz a pressão sobre a autoridade monetária quanto à obtenção de ganhos de curto prazo no produto, o que evita o uso de política monetária expansionista. Finalmente, as metas de inflação eliminam a necessidade de se focar a política monetária na relação entre um agregado monetário e a renda nominal.

Entretanto, com o adiantamos há pouco, a principal vantagem do regime de metas de inflação está nos seus efeitos sobre a estabilidade do produto. Afinal, existem evidências de que a curva de Phillips vale para o curto prazo, ou seja, de que no curto prazo há uma relação inversa entre a variabilidade da inflação e aquela do produto. Ora, ocorre que a política de metas de inflação pode ser adotada numa variante de bandas suficientemente flexíveis para permitir algum trade-off de curto prazo entre inflação e produto, sem que isto prejudique a estabilidade dos preços no médio prazo.¹⁶⁸

O outro ponto importante seria determinar se a adoção da política de metas inflacionárias, além de não ser prejudicial, é realmente útil, ou seja, se além de permitir a redução da variabilidade da inflação simultaneamente à estabilização do produto, ela traz realmente algum benefício palpável. Uma incursão importante neste terreno foi feita por Mishkin e Posen¹⁶⁹, que, a partir de dados de três países onde o *inflation targeting* havia sido adotado com sucesso (ou seja, onde as metas foram atingidas), estimaram um modelo VAR de três variáveis, inflação, crescimento do PIB e taxas de juros, do segundo trimestre de 1971 até a data da adoção das metas de inflação. Em seguida, deixaram o sistema projetar as variáveis para os cinco anos seguintes à data de adoção das metas, com o intuito de comparar o que teria acontecido sem o regime de *inflation targeting* com aquilo que se observou na realidade. Os autores concluem que para os três países que adotaram o regime, a taxa de inflação real é consistentemente menor do

¹⁶⁸ Ver apêndice.

¹⁶⁹ O p. cit.

que aquilo que seria esperado sem as metas, exibindo ainda uma ligeira tendência de baixa, contra uma também ligeira tendência de alta na regressão. Além disso, eles verificaram que as taxas de juros observadas ficaram bem abaixo do que seria esperado, e o produto aparentemente não foi afetado, ficando no mesmo nível do produto simulado. A conclusão é de que "em geral, a inflação e as taxas de juros nominais de curto prazo parecem ter declinado desde a adoção das metas sem nenhum efeito maior no produto".¹⁷⁰

As metas de inflação, em suma, proporcionam tanto uma âncora monetária contra a elevação dos níveis de preços quanto um razoável instrumento para a aplicação de políticas anticíclicas, permitindo o alcance do equilíbrio interno. Em outras palavras, elas permitem e facilitam a criação de uma situação de crescimento com estabilidade de preços, bastando, para isso, que a autoridade econômica pondere a taxa de juros adequadamente, levando em conta o cumprimento destes dois objetivos.

Com a vantagem adicional, o sistema de metas de inflação é compatível tanto com a flutuação "pura" quanto com a flutuação "suja", permitindo, se desejado, a ação do Banco Central no mercado de câmbio. A final, o resultado da política monetária no controle da inflação vem tanto dos seus efeitos sobre o nível de atividade quanto daqueles sobre a taxa de câmbio: supondo-se a existência de livre mobilidade de capitais, uma elevação na taxa de juros doméstica acima do nível da taxa de juros internacional resultará em influxo de divisas, e portanto em valorização da moeda nacional. Dessa forma, o estabelecimento de metas de inflação não deixa de significar, ainda que de forma indireta, o estabelecimento de metas de câmbio. Num regime de flutuação pura, não haverá preocupação com o equilíbrio externo e as taxas de juros serão definidas exclusivamente em função das metas de inflação e do nível de preços.¹⁷¹ Na eventualidade de um desequilíbrio externo mais grave, entretanto, a autoridade econômica contará com a opção de ponderar a taxa de juros em conformidade não apenas com as necessidades inerentes à obtenção do equilíbrio interno, mas também com a obtenção de uma taxa de câmbio competitiva.¹⁷²

¹⁷⁰ MISHKIN e POSEN, *op. cit.*, p. 88

¹⁷¹ Mesmo nesse caso, entretanto, o câmbio ajudará a determinar a política monetária, dado que parte da taxa de inflação é determinada, com o *vinos*, pelo *pass-through*.

¹⁷² Cf. CLINE (2003). Evidentemente, em que pese a flexibilidade do *inflation targeting*, esta relação de um instrumento para três objetivos de política econômica dificulta sobremaneira a condução da economia. A política fiscal, com o *vernos*, tem papel fundamental na operacionalização desse sistema.

Pelos motivos apontados acima, a maioria dos autores aponta a combinação cambial flexível em metas de inflação com a escolha de política ideal para um futuro Banco Central do Mercosul.¹⁷³ Entendem os que a flexibilidade do regime de metas de inflação, bem com o sua compatibilidade com um sistema de câmbio flutuante, sejam evidências suficientes para corroborar a segunda parte de nossa hipótese central de trabalho: a política mais adequada para a promoção da convergência macroeconômica Brasil-Argentina envolve a adoção de um regime de inflation targeting.

4.5. FLUXOS DE CAPITAIS E POLÍTICA FISCAL

As análises desenvolvidas até o presente momento podem levar à conclusão de que o custo da adesão total às premissas operacionais da globalização contém por si só, na medida em que se traduz com a redução à liberdade de ação das autoridades econômicas e aumento da fragilidade externa dos países, é alto demais quando comparado aos seus benefícios. Com o vimos no capítulo 1, não são poucos aqueles que defendem esta posição. No caso de países como o Brasil e Argentina, há pouca dúvida quanto ao fato de que o impulso liberalizante foi resultado da combinação dos desenvolvimentos internacionais no sentido da redução de barreiras aos fluxos de capital e ao comércio com a necessidade destes países de manter e ampliar seu acesso ao financiamento externo. O problema estaria no fato de que as facilidades para entrada e saída de capitais – especialmente de curto prazo – tomariam o risco dos financiamentos externos grande demais para não pensar a oportunidade.

Os investidores internacionais costumam decidir onde investir – e principalmente, quando retirar seus recursos e realizar seus lucros – com base nos índices de risco-país. Elevações no risco-país de um devedor só são toleradas até um certo nível, com o demonstrado pelas fugas de capital enfrentadas por Brasil e Argentina nos últimos anos.

A importância do risco-país na definição do nível de restrição externa de recursos aos países latino-americanos pode ser considerada com o efeito colateral da securitização de suas dívidas externas por ocasião do

¹⁷³ A título de exemplo, cf. CLINE, op.cit., p.6 e GAMBIAZI (2001), p.11.

plano Brady.¹⁷⁴ Desde então, as consequências deste evento têm influenciado diretamente as escolhas de regimes cambiais e monetários na América Latina. Esta assertiva se torna evidente quando se observa que, ao contrário dos empréstimos bancários tradicionais, que são em dinheiro, os papéis de dívida externa têm um mercado secundário no qual, também de forma diferente dos empréstimos bancários, não há nenhum tipo de arranjo institucional ou ação pré-programada a que os proprietários de títulos possam recorrer em caso de default. Isto decorre, é claro, que o valor do spread over treasury pago pelos títulos de dívida varia conforme a percepção de risco dos investidores. O spread over treasury, portanto, é uma medida do risco-país. O risco-país, por sua vez, condiciona – pois restringe – a política monetária dos países devedores. Aumentos na percepção de risco pelos investidores geram aumentos não sempre proporcionais nos spreads, pois exacerbados pelo aumento do custo crescente intrínseco à referida falta de mecanismos de ação coletiva contra os defaults. Para esta falta de proporcionalidade concorre ainda o fato de que, num mundo de informações imperfeitas, as percepções de risco podem ser prejudicadas – e assim injustamente ampliadas. Com os spreads sinalizam aos mercados o aumento do risco dos títulos emitidos por um governo, a sua dilatação equivalerá a um necessário e correspondente alargamento nas taxas de juros domésticas. O acesso mais caro aos mercados externo e interno determinará, por sua vez, a diminuição da capacidade dos países de pagar suas dívidas. Com o isto realimenta a percepção de risco dos investidores, pode-se perceber que a situação tem o potencial de gerar um crescimento exponencial da dívida pública, levando, mais cedo ou mais tarde, ao default.

O rationale das escolhas de regimes cambiais/monetários por Brasil e Argentina na década de 1990 pode ser analisado, portanto, pelo ângulo do enfrentamento ao risco-país e da construção da credibilidade externa. Pode-se imaginar que aqueles que – com Domingo Cavallo ou Gustavo Franco – defendiam o câmbio fixo ou quase fixo pensavam que havia alta correlação entre o risco-país e o risco cambial, ou seja, que aumentos no risco cambial resultavam em aumentos semelhantes do risco-país. Se o risco cambial era a variável fundamental para a manutenção das taxas de juros internas em níveis elevados, nada mais natural do que tentar reduzi-lo.

¹⁷⁴ Cf. ROJAS-SUAREZ (2003).

Nossa opinião é de que a hipótese da primazia do risco cambial sobre a determinação do risco-país foi refutada por abundante evidência quando dos colapsos dos regimes de bandas cambiais no Brasil e caixa de conversão na Argentina. Nesse ponto estamos de acordo com Liliba Rojas-Suarez, que afirma:

"em bora concordando que o risco default e o risco cambial sejam correlatos, acredito que a causalidade se dá em sentido oposto ao sugerido pelos defensores da dolarização. O problema com o argumento dos dolarizadores é que ele ignora a fonte inicial do problema, que reside na presença de inconsistências na política interna. Em várias crises recentes em mercados emergentes, grandes estoques de títulos de dívida de curto prazo (interna ou externa), às vezes herdados de administrações anteriores e outras vezes alimentados por grandes déficits do governo, suscitaram dúvidas acerca da capacidade de tais países de pagar suas dívidas"¹⁷⁵.

Com a complicação adicional, o risco-país pode ser afetado não apenas pelo estoque da dívida pública ou pelo déficit público em um ano determinado, mas também pelas expectativas dos investidores quanto à capacidade de pagamento futura dos países devedores.¹⁷⁶

A situação fiscal não é, entretanto, o único fator de determinação sobre a entrada ou saída de fluxos de capitais dos países receptores. Segundo Sergio Schmuckler,

"a globalização pode levar a crises devido a importância de fatores externos, mesmo em países com fundamentos [macroeconômicos] sólidos e mesmo na ausência de imperfeições nos mercados de capitais internacionais. Se um país se torna dependente do capital estrangeiro, mudanças súbitas nos fluxos de capital estrangeiro podem criar dificuldades de financiamento e retrações econômicas. Estas mudanças não dependem necessariamente dos fundamentos [macroeconômicos] do país (...) fatores externos são importantes na determinação dos fluxos de capital para os países em desenvolvimento. Em particular (...) as taxas de juros internacionais são um determinante significativo do fim dos fluxos de capital na Ásia e na América Latina durante os anos 1990"¹⁷⁷.

¹⁷⁵ Op. cit., p. 113.

¹⁷⁶ Cf. SCHMUCKLER (2001), p. 9-10.

¹⁷⁷ Idem.

Dessa forma, além do risco-país considerado de forma individual, a atratividade externa relativa de outros países também tem o seu papel na determinação dos fluxos de capital pois, com o conhecimento geral, os investidores são movidos pela combinação risco-retorno. Isto significa que os influxos de capital em um dado país têm dois tipos de determinantes: fatores internos (*pull factors*), dos quais o mais importante, com o vínculo, é a evidência fiscal da solvência presente e futura, e fatores externos (*push factors*), dos quais o mais relevante é a liquidez internacional.¹⁷⁸ Entretanto, a existência de fatores externos não altera a centralidade da questão fiscal com o determinante último da atratividade internacional do país. A final, para fazer frente a um aumento na taxa internacional de juros deve-se melhorar a percepção de risco-retorno dos investidores internacionais, para o que há duas opções: diminuir o risco, o que, com o vínculo, ocorre fundamentalmente pelo aumento da solidez fiscal, ou aumentar o retorno, o que, para ocorrer, exige uma folga fiscal prévia que permita a elevação das taxas de juros domésticas sem levar o país à bancarrota. Países que praticam a disciplina fiscal não são invulneráveis, com o evidente, mas estão muito menos sujeitos a sofrer os efeitos de crises de financiamento externo, mesmo porque geralmente dependem muito pouco de capitais de curto prazo. Como afirma Edmar Bacha, "a forma como, nas últimas décadas, os diversos países emergentes lidaram com (...) [a] restrição de divisas se para os casos de sucesso dos de fracasso de forma muito mais clara do que se seguiram ou não o consenso de Washington (...)"¹⁷⁹ Ao evitar a dependência de capitais externos, torna-se mais fácil, caso desejado, selecioná-los. Não se trata de impedir o financiamento externo – que é, com o vínculo, um fator de extrema utilidade para a promoção do crescimento econômico – mas de melhorar seu perfil, com a imposição de controles seletivos, que privilegiem o ingresso de capitais de médio e longo prazos em detrimento do *hot money*.¹⁸⁰ A urgência financeira dos países altera em evidência a dificuldade de implantação deste tipo de controle.

¹⁷⁸ Cf. FIESS (2003).

¹⁷⁹ BACHA (2002).

¹⁸⁰ Cf. LEFORT (2000) para uma análise positiva da aplicação de controles parciais no Chile. Entretanto, cabe lembrar que, conforme demonstrado por Gabriela Kaminisky e Sergio Schmuckler (2001), a efetividade dos controles tende a diminuir rapidamente com o tempo, de modo que no longo prazo nada substitui a segurança da falta de necessidade de capitais voláteis. Como afirma Paulo Roberto de Almeida (2000), "os desafios da globalização – com o os das crises financeiras – devem ser enfrentados de maneira aberta e decidida, e não mediante uma reação defensiva de fechamento externo e de descolamento da economia mundial".

Em suma, a política macroeconômica dos países deveria ser guiada por princípios fiscais de longo prazo, que funcionassem com o seguro para os custos sociais e econômicos dos ajustes abruptos que se fazem necessários após choques externos. Brasil e Argentina parecem estar caminhando na direção correta, com o demonstram as Leis de Responsabilidade Fiscal brasileira e de Solvência Fiscal argentina, que incluem metas plurianuais e normas orientadas a evitar o com portamento procíclico da política fiscal.

Entendem os que nossa análise da questão do equilíbrio fiscal tenha demonstrado a sua importância com o instrumento para a redução da vulnerabilidade externa, por meio da diminuição no risco-país e do consequente acesso a fluxos de capitais com parativamente e horas em ais baratos do que aqueles que em geral estão disponíveis aos países que praticam políticas consideradas insustentáveis. Esta importância, em nosso entender, constitui evidência suficiente para corroborar a terceira parte de nossa hipótese central de trabalho: a política mais adequada para a promoção da convergência macroeconômica Brasil Argentina exige medidas de equilíbrio fiscal.

4.6. ADEQUAÇÃO DAS DIRETRIZES DO PROCESSO DE CONVERGÊNCIA

Uma vez corroborada a hipótese central de que, dadas as condições estruturais das economias brasileira e argentina, o tripé câmbio flexível-metas de inflação-disciplina fiscal constitui um conjunto ótimo de políticas, torna-se possível avaliar a adequação das diretrizes do procedimento de convergência macroeconômica. Ora, a linha mestra do procedimento integratório reside precisamente nos parâmetros de convergência definidos em 2000 e atualizados em 2002: teto para a variação anual da dívida fiscal líquida expressa com o percentagem do PIB, teto para a dívida líquida do setor público, também expresso com o percentagem do PIB, e teto para a inflação anual.

Pode-se perceber, em primeiro lugar, que os parâmetros acordados não incluem nenhum tipo de definição sobre a taxa de câmbio. Isto se justifica pelo fato de que, na eventualidade da integração monetária, a fixação dos valores das moedas nacionais em relação à moeda com um (que desde o início poderá flutuar em relação às moedas extra-bloco) será suficiente. Esta ausência de parâmetros, portanto, é compatível com o cum primato

da condição ótima de flexibilidade cambial, antes e depois da adoção de um a moeda comum .

Em segundo lugar, o estabelecimento de um teto para a taxa de inflação equivale exatamente à definição da banda superior de um regime de metas inflação com alvo não-pontual.¹⁸¹ No caso do Brasil, que já aderira ao regime de metas antes do ano 2000, o trabalho de adequação consistirá tão somente no ajuste gradual das metas internas àquelas fixadas pelo bloco.

Finalmente, as metas estabelecidas para a dívida pública parecem ser totalmente adequadas ao cumprimento da condição ótima de equilíbrio fiscal. Há uma limitação sobre fluxo, limitando o crescimento da dívida (variação anual da dívida), e uma limitação sobre estoque, limitando o seu volume (dívida líquida do setor público). O fluxo deverá, portanto, estar sujeito ao seu próprio limite e também ao limite do estoque, o que significa que a variação anual do crescimento da dívida, ainda que possua um teto positivo, deve se conformar à limitação de um estoque máximo de dívida com o proporcional do PIB.¹⁸² Dessa forma, há condições para o atendimento da condição ótima do equilíbrio fiscal.

Os parâmetros determinados em Florianópolis indicam, portanto, esforços no sentido da formação de um bloco integrado num marco de equilíbrio fiscal, baixa inflação e câmbio flutuante em relação ao resto do mundo, atendendo exatamente às condições ideais para a convergência.

¹⁸¹ Ou seja, que não estabelece com o meta um nível específico de inflação, mas sim uma banda de variação em torno de um valor central, como é feito no Brasil.

¹⁸² Segundo a Cepal (2002a), os seguintes princípios devem ser adotados para uma boa gestão fiscal: (i) privilégio à disciplina e à flexibilidade no planejamento orçamentário, identificando com clareza os fatores transitórios e assegurando a consistência com uma posição financeira corrigida pelas flutuações dos preços nacionais e internacionais; (ii) identificação antecipada de déficits estruturais, a fim de evitar um endividamento público excessivo; (iii) marco plurianual para a política fiscal, baseado em um horizonte de longo prazo e visando ao equilíbrio estrutural, ou ao estabelecimento de um meta para a relação dívida pública/PIB; (iv) promulgação de leis de responsabilidade fiscal para evitar o privilégio às metas de curto prazo. Note-se a sintonia destes princípios com as medidas necessárias para o atendimento das restrições impostas pelos parâmetros de convergência fiscal definidos na Declaração de Florianópolis.

4.7. RESUMO

Neste capítulo procurou-se recolher das análises teóricas e históricas do restante do trabalho evidências que permitissem a corroboração ou refutação de sua hipótese central, que identificava a política macroeconômica ideal para um bloco integrando Brasil e Argentina com o sendo a combinação de câmbio flexível, metas de inflação e austeridade fiscal. A hipótese foi corroborada, com base nos indícios teóricos e empíricos da superioridade do referido conjunto de políticas para a promoção de um crescimento estável e da redução dos desequilíbrios externos, sem que isso implique, no entanto, na resistência do bloco à integração financeira internacional.

Finalmente, uma rápida análise dos critérios atualmente utilizados para a promoção da convergência macroeconômica revelou que estes são suficientes e compatíveis com os objetivos de política identificados com o necessários.

APÊNDICE : METAS DE INFLAÇÃO E ESTABILIZAÇÃO DO PRODUTO

Nesta seção apontamos em os num modelo desenvolvido em trabalho de Guy D e Belle acerca da relação entre estabilização do produto em metas de inflação¹⁸³

Inicialmente, definiremos uma curva de Phillips do tipo

$$\pi_t = \pi_{t-1} + \alpha (y_{t-1} - y_{t-1}^*) + \varepsilon_t, \quad (1)$$

onde π é a inflação, y é o produto, e y^* é o produto potencial. A inflação em t será, portanto, a inflação em $t-1$ acrescida de uma fração da variação do produto em $t-1$ em relação ao produto potencial (hiato do produto). ε_t é um termo aleatório.

Em seguida introduziremos uma equação de demanda agregada da forma

$$y_t = y_t^* + \beta (y_{t-1} - y_{t-1}^*) - \gamma (r_{t-1} - r^*) + \eta_t, \quad (2)$$

onde y é o produto, y^* o produto potencial, r a taxa de juros real de curto prazo e r^* , a taxa de juros real neutra, ou de equilíbrio. O produto em

¹⁸³ Cf. DEBELLE (1999)

terá, portanto, o produto potencial acrescido de uma fração β do desvio do produto em $t-1$ em relação ao seu potencial, diminuído de uma fração γ do desvio da taxa de curto prazo em $t-1$ em relação à taxa neutra. O termo h_t responde pelos choques aleatórios. Assim, as taxas de juros afetam primeiramente o produto (equação 2), e, no período seguinte, afetam a inflação através do hiato do produto (equação 1). Segundo Guy Debelle, "isto está de acordo com a estrutura de hiatos em muitas economias"¹⁸⁴.

Finalmente, definiremos uma função de perda do Banco Central, na forma

$$L_t = E_t \sum_{s=t}^{\infty} \delta^{s-t} \left[(1-\lambda)(\pi_s - \pi^*)^2 + \lambda(y_s - y_s^*)^2 \right], \quad (3)$$

onde π^* é a meta de inflação e os fatores determinantes da perda L do Banco Central são a variação histórica da inflação em relação às metas e a variação histórica do produto em relação ao produto potencial. Em outras palavras, a perda L é a soma ponderada (onde λ é o "peso" do hiato na função, com $\lambda = 0$ representando uma política estrita de metas de inflação) dos hiatos ou desvios da inflação e do produto em relação aos seus níveis desejados ou potenciais.

O Banco Central deveria adotar uma política monetária que minimizasse a perda L em relação ao instrumento monetário r , sujeito às restrições das equações (1) e (2):

$$\min_{(r)} L_t, \text{ s.a. (1), (2)}$$

A resolução do modelo nos leva à função de reação do Banco Central abaixo, que define como ele deverá ajustar a política monetária para responder da melhor forma possível (ou da forma menos custosa) às variações da inflação e do produto em relação ao esperado:

$$r_t = r^* + \sigma_1(\pi_t - \pi^*) + \sigma_2(y_t - y_{t-1}^*) \quad (4)$$

O coeficiente σ depende de λ e de outros parâmetros do modelo.

¹⁸⁴ Cf. DEBELLE, op. cit., p. 3

Este tipo de regra de política monetária, conhecido com o *regra de Taylor*, é um bom exemplo de como integrar as metas de inflação à política monetária. É importante notar que, apesar de levar em conta as metas de inflação, a função de reação acima não deixa de ser preocupada com a variabilidade do produto. Logo, chegamos a uma conclusão importante, a de que é possível conduzir a política monetária de forma a levar em conta as metas de inflação e o hiato do produto. Toma-se evidente que o que vai definir a forma de condução dessa política é o peso que se atribuirá a cada um: segundo DeBelle,

“quando há um peso positivo na estabilização do produto ($\lambda > 0$), a solução ótima é fixar a taxa de juros de forma a diminuir apenas parcialmente a diferença entre a inflação esperada (a previsão de inflação) e a meta de inflação a dois períodos de distância. (...) quanto maiores as mudanças nas taxas de juros, maiores as flutuações no hiato do produto. Conseqüentemente, um peso maior na estabilização do produto faz decrescer a velocidade com que o hiato entre inflação prevista e meta de inflação é fechado”¹⁸⁵.

Isso leva a crer que uma ponderação ideal possa ser obtida, de forma a combinar as metas de inflação flexíveis com um certo grau de variabilidade do produto.

Desse forma, um arcabouço de política monetária guiado por metas de inflação deverá, para ser viável, ser suficientemente flexível para permitir, dentro de certos limites, o tradeoff entre variabilidade da inflação e do produto. Em outras palavras, deve ser maior que zero em algum grau, o que possibilitará, em caso de um choque de demanda positivo ($h_t > 0$), que as taxas de juros sejam elevadas de forma a contrabalançar o impulso inflacionário, mas de forma apenas parcial (determinada pelo peso), suavizando o efeito recessivo.

A mesma lógica vale no caso de um choque de oferta ($e_t > 0$): a inflação poderá ser reduzida mediante maior variabilidade do produto (um hiato negativo), mas o tamanho deste tradeoff será limitado pelo peso determinado em 1.

¹⁸⁵ Cf. DEBELLE, op. cit., p. 3

A observação em prática tem demonstrado que, de fato, os países que adotaram variantes da política de metas inflacionárias suficientemente flexíveis para as mudanças citadas acima têm obtido sucesso em reduzir a variabilidade da inflação e do produto.¹⁸⁶

¹⁸⁶ Cf. DEBELLE, op. cit., pp. 6-11. Ele cita vários estudos empíricos demonstrando que pequenos aumentos na variabilidade da inflação podem gerar ganhos bastante expressivos na estabilidade do produto. Além disso ele argumenta que, com o hiato do produto é fator determinante na inflação futura, a função de reação que distribui os pesos será sempre melhor que aquela que responde apenas à inflação.

CONCLUSÃO

CONCLUSÃO

Na introdução deste trabalho afirmamos que a finalidade essencial da política econômica de um país reside na promoção do bem-estar de seu povo. Este raciocínio não muda, em absoluto, quando se trata de integração. Como afirma Paulo Roberto de Almeida,

"o Mercosul não pode ser um objetivo em si mesmo, servir apenas para atender funções estéticas de perfeccionismo integracionista; ao contrário, ele só tem sentido se servir para cumprir objetivos estreitamente vinculados ao progresso econômico e social do Brasil".¹⁸⁷

De que servem o cumprimento às metas de convergência macroeconômica e o seu desfecho natural, a unificação monetária, se isto significa um a perda de autonomia das autoridades econômicas brasileiras? Resposta: para diminuir a autonomia das autoridades econômicas brasileiras. Ou, para dizer a mesma coisa de uma forma talvez um pouco mais amena, para ajudar a fazer com que o país alcance, ao honrar compromissos internacionais, aquilo de que precisa no plano doméstico. O Brasil, como se sabe, sofreu durante quase toda a sua história os efeitos da contumaz falta de responsabilidade fiscal, monetária e cambial de seus governos. Hoje ainda somos – em que pesem os avanços dos últimos anos – um país relativamente fechado, pesadamente endividado (não tanto em função da dívida expressa como proporção do PIB quanto pela carga representada por seu perfil predomínante de curto prazo) e grandemente ineficiente no que tange à qualidade do gasto público. O compromisso com as metas, nesse sentido, e independentemente da confirmação de qualquer das outras – muitas – proposições teóricas acerca das vantagens da integração¹⁸⁸, serve como um instrumento para o controle dos arroubos de discricionariedade insensata que vez por outra acometem o(s) com o(s) da economia

¹⁸⁷ ALMEIDA (2002b), p.1.

¹⁸⁸ Boas e concisas descrições destas vantagens podem ser encontradas em GIAMBIAGI (1999, 2001).

brasileira. Não fosse por outro motivo, portanto, o Mercosul já estaria amplamente justificado por seu impulso à consolidação da prática macroeconômica responsável pelos Governos brasileiro e argentino, que ainda têm uma longa distância a percorrer no caminho da recuperação da credibilidade interna e externa. Nas palavras de Almeida,

“o Mercosul implantou um marco de disciplina coletiva na definição e na implementação de políticas públicas e setoriais (com destaque para a importante vertente das políticas macroeconômicas) que, se não obrou ainda resultados espetaculares em termos de coordenação e de uniformização dessas políticas, conseguiu pelo menos introduzir um mentalidade de sério comprometimento com metas comuns de estabilidade econômica e de responsabilidade fiscal”¹⁸⁹.

Existe um regime cambial e monetário ótimo para todos os membros? A resposta é não. O que existe são regimes ideais para situações específicas. Talvez a combinação de políticas que apontam os membros neste trabalho não o fosse na eventualidade da total eliminação das barreiras comerciais no mundo, da liberalização das correntes migratórias ou da taxa dos voláteis fluxos de capitais que hoje dominam o cenário das finanças internacionais. Esta análise deve ser feita caso a caso, já que situações e problemas cambiais podem exigir recursos e soluções diferentes. Antes de optar por determinada política cambial e monetária, o bom gestor público deveria procurar determinar, ao longo do tempo, quais restrições se impõem ao desenvolvimento econômico sustentável de seu país e quais os pré-requisitos necessários para superá-las.

Reafirmamos, entretanto, que na maior parte das vezes a chave dos problemas parece ser de ordem fiscal. Por vezes, uma situação de desequilíbrio fiscal obriga os países a adotar políticas que comprometem sua capacidade de crescimento. Em outras ocasiões, é a vontade ou necessidade de estimular o crescimento que leva os países à irresponsabilidade fiscal. Países, assim como pessoas e empresas, precisam de rendimentos iguais ou mais elevados do que seus gastos para evitar a necessidade de tomar empréstimos. Esta é a dura verdade da aritmética. Assim como pessoas e empresas, os países estão sujeitos a limites de gastos

¹⁸⁹ ALMEIDA (2002c), p. 29.

mínimos e de rendimentos máximos dentro dos quais podem operar. As justas fiscais são difíceis e têm custos sociais por vezes assombrosos. Entretanto, o que Jacques Delors disse aos críticos de Maastricht vale integralmente para o Brasil, a Argentina e os demais membros do Mercosul: ao invés de culpar a unificação pela exigência de austeridade econômica, os governos deveriam "explicar às suas populações que o rigor dos orçamentos é necessário para prevenir que no futuro os jovens sejam obrigados a pagar as dívidas do presente"¹⁹⁰

A integração Brasil-Argentina representa uma grande oportunidade: se conduzida de forma responsável, poderá ajudar estes países a alcançar, em conjunto, a fortaleza econômica que não lograram obter sozinhos.

¹⁹⁰ Cf. GAMBAGI (1997), p.12.

B I B L I O G R A F I A

ALMEIDA, Paulo Roberto de. O Brasil e os impactos econômicos e sociais da globalização. "Carta Internacional". São Paulo: Núcleo de Pesquisas de Relações Internacionais da USP - NUPRI, n. 90, ano VIII, agosto 2000, pp. 7-10. Disponível em: < www.nupri.prp.usp.br/nupri/pri.htm >. Acesso em 26/02/2004.

ALMEIDA, Paulo Roberto de. "Mercosul: a luz na perspectiva do Brasil: um a avaliação política sobre possíveis estratégias de atuação". Washington, 6 de agosto de 2001. Disponível em: < <http://www.pralmeida.org/ContatoPage.htm> >. Acesso em 31/07/2003.

ALMEIDA, Paulo Roberto de. Mercosul: antecedentes, desenvolvimento e crise – um a avaliação analítico-descritiva do período 1986-2002'. In: pulso: revista de ciências sociais e humanas, Piracicaba, n. 31. pp 9-48, 2002a.

ALMEIDA, Paulo Roberto de. "Mercosul: o que fazer?" Nota sobre a situação atual e possíveis desenvolvimentos. Washington, 2002b. mimeo.

ALMEIDA, Paulo Roberto de. Mercosul em sua primeira década (1991-2001): um a avaliação política a partir do Brasil. Buenos Aires: INTAL, 2002c.

ANDIMA. Séries históricas: dívida pública. Rio de Janeiro: Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro, 1994.

ANDREW, Walter. Understanding Financial Globalization. Singapore: IDS Working Paper, 2002.

APOTEKER, Thierry, e CROZET, Emílio. Davos versus Porto Alegre: A survey on key issues behind international trade and financial integration and liberalisation. In: Sétimo Congresso Internacional da International Society for Intercommunication of New Ideas (ISINI): 20 a 23 de agosto de 2003, Lille.

ARAÚJO, Regina Célia. Manual do Candidato: Geografia. Brasília: Fundação Alexandre de Gusmão, 2000.

ARIDA, Persio e LARA RESENDE, André. Inertial Inflation and Monetary Reform. In: WILLIAMSON, John (org.). Inflation and Indexation: Argentina, Brazil and Israel. Cambridge: MIT Press, 1985, pp. 27-45.

ARRIGHI, Giovanni. The Global Market. Journal of world-systems research, v. V, 2, Summer 1999, pp 217-251. Disponível em: <http://jw.sruce.edu/>. Acesso em: 29/01/2004.

BACHA, Edmar L. Brazil's Plano Real: An Assessment. Trabalho preparado para publicação comemorativa em homenagem a Albert Fishlow, 1997. Mimeo.

BACHA, Edmar L. Do Consenso de Washington ao Dissenso de Cambridge. Vozes Econômico, 27 de setembro de 2002.

Banco Central do Brasil. Boletim Focus: Redução do Passivo Cambial do Setor Público, 18 de dezembro de 2003. Disponível em: <www.bcb.gov.br>. Acesso em: 24/02/2004.

BELAISCH, Agnès. Exchange Rate Pass-Through in Brazil. Washington, IMF Working Paper WP/03/141, julho de 2003.

BARROSD E CASTRO, Antonio e PIRESD E SOUZA, Francisco E. A Coordenação Macroeconômica no Mercosul: Reflexões a partir da Experiência Brasileira. In: FANELLI, José M. (coord.). Coordinación de Políticas Macroeconómicas en el Mercosur. Madrid: Red Mercosure Siglo XXI de Argentina Editores, 2001, cap 3, pp.71-106.

BERNALMEZA, Raul. La Crisis de América del Sur y el Caso de Argentina. Carta Internacional, ano X, n. 116, 2002, pp.7-10.

BITTENCOURT, Angela. Metas Inflacionárias. In: Economia. O Estado de São Paulo, 30 de Junho de 1999, B-3.

BRADFORD, Colin I. Prioritizing Growth: Enhancing Macroeconomic Policy Choice. 2003. Disponível em: <www.academic2.american.edu/~hertz/

fall2003/5Enhancing%20Macroeconomic%20Policy%20Choice.doc> .
Acesso em :15/01/2004.

BRANSON, William H. Macroeconomic Policy. In: JAYARAJAH, Carle
BRANSON, William. Structural and Sectoral Adjustment. Washington: World
Bank, 1995.

BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos. A Mudança da Política Americana.
Folha de São Paulo, 12 de Julho de 2002.

BRUNE, Nancy, GARRET, Geoffrey, GUISINGER, Alexandra e
SORENSEN, Jason. The political economy of Capital Account Liberalization. Paper
apresentado na reunião anual da American Political Science Association,
San Francisco: 31 de agosto de 2001.

BURNSIDE, Craig, EICHENBAUM, Martin e REBELO, Sérgio. On the
fundamentals of self-fulfilling speculative attacks. Cambridge: National Bureau
of Economic Research, 2000. NBER Working Paper n. 6758.

CALVO, G. e REINHART, C. Fear of Floating. Maryland: University of
Maryland, 2000. Mimeo.

CARCANHOLO, Marcelo D. "Abertura Externa e Liberalização Financeira:
Impactos sobre Crescimento e Distribuição no Brasil dos Anos 90". Rio
de Janeiro: Instituto de Economia; Universidade Federal do Rio de Janeiro,
2002. Tese de doutorado.

CARVALHO, Carlos Eduardo (1996). "Bloqueio da liquidez e
estabilização". O fracasso do Plano Collor. Campinas: Instituto de
Economia; Unicamp, 1996. Tese de Doutorado.

CEPAL. Globalización y desarrollo. 2002a. Disponível em : <www.ecbc.cl> .
Acesso em : 31/07/2003.

CEPAL. Estudio Económico de América Latina y Caribe. 2002b. Disponível
em : <http://www.ecbc.cl/cgi-bin/getProd.asp?xml=/publicaciones/
xml/8/11188/P11188.xml&xsl=/de/tp1/p9fxsl> . Acesso em : 27/01/
2004.

CERQUEIRA, Ceres Aires. "Dívida Externa Brasileira: Processo Negocial". Brasília: Banco Central do Brasil, 1997.

CLARÍN. Las 28 medidas de López Murphy. 2001. Disponível em : < <http://www.clarin.com/diario/2001/03/17/e-258781.htm> > . Acesso em : 16/02/2004.

CRAFTS, Nicholas. Globalization and Growth in the Twentieth Century. IMF Working Paper n. WP/00/44, 2000.

DEBELLE, Guy. Inflation Targeting and Output Stabilisation. Apostilas de aula do MBA da Fipe-USP, 1999. Minico.

DEHEJIA, Vivek H. The Choice of Monetary/Exchange Rate Regimes: Concepts and Arguments. Ottawa: Carleton University, 2003. Carleton Economic Papers, n. 03/12.

DELFINETTO, Antonio. O Brasileiro e os Outros. Folha de São Paulo, 28 de Outubro de 1998, A-2.

EDISON, Hali J., KLEIN, Michael W., RICCI, Luca e SLOEK, Torsten. Capital account liberalization and economic performance: survey and synthesis. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2002. NBER Working Paper 9100.

EICHENGREEN, Barry. On the Links Between Monetary and Political Integration. Berkeley: University of California, 1996.

EICHENGREEN, Barry. Does Mercosur need a Single Currency? Berkeley: University of California, 1998. Institute of Business and Economic Research, Center for International and Development Economics Research, Paper n. C98 103.

EICHENGREEN, Barry. Exchange Rate Stability and Financial Stability. Berkeley: University of California, 1998.

FERREIRA, Alex L. Medo de Flutuar. O Estado de São Paulo, 22 de abril de 2003, B-2.

FIESS, Robert. Capital Flows, Country Risk and Contagion. World Bank Policy Research Working Paper n. 2943, 2003.

FISHLOW, Albert e EICHENGREEN, Barry. Contending with Capital Flows: What is Different About the 1990s? Council on Foreign Relations, 1996.

FLEMING, JM. Domestic Financial Policies under Fixed and Floating Exchange Rates. IMF Staff Papers, November 1962.

FRANKEL, Jeffrey e ROMER, David. Does Trade Cause Growth? American Economic Review, Princeton, junho de 1999, pp 379-399.

FREITAS, Maria Cristina e PRATES, Daniela M. Abertura Financeira na América Latina: as experiências da Argentina, Brasil e México. Economia e Sociedade, Campinas, dezembro de 1998, pp 173-198.

FRIEDEN, Jerry e ROGOWSKI, Ronald. The impact of the international economy on national policies: an overview. In: KEOHANE, Robert e MILNER, Helen. Internationalization and Domestic Politics. Cambridge: Cambridge University Press, 1996.

FRIEDMAN, Milton. A Solução Passa pelos Mercados. O Estado de São Paulo, 14 de Outubro de 1998.

Fundo Monetário Internacional. World Economic Outlook. Washington, D C., 1997.

Fundo Monetário Internacional. World Economic Outlook. Washington, D C., 2000.

Fundo Monetário Internacional. Global Trade Liberalization and the Developing Countries. 2001. Disponível em : <<http://www.imf.org/external/np/exr/ib/2001/110801.htm#ii>> . Acesso em : 06/02/2004.

Fundo Monetário Internacional. World Economic Outlook: Trade and Finance. Washington, D C., September 2002.

Fundo Monetário Internacional. Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues. September 2003. Disponível em : <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/GFSR/2003/02/>> . Acesso em : 02/02/2004.

GARCIA, Márcio G. P. e VALPASSO S, Marcus Vinícius. *Capital flows, capital controls and currency crisis: the case of Brazil in the nineties*. Rio de Janeiro, Departamento de Economia da PUC-RJ, 1998. Texto para discussão n. 389.

GIAMBIAGI, Fabio. Uma Proposta de Unificação Monetária dos Países do Mercosul. 1997. Disponível em : <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/publicacoes/catalogo/ensaio.asp>> . Acesso em : 22/02/2004.

GIAMBIAGI, Fabio. *Mercur: why does monetary union make sense in the long term?* *Integration & Trade*, Inter-American Development Bank, v. 3, n. 9: September/December, 1999.

GIAMBIAGI, Fabio. *A Moeda Comum com o Base do Crescimento do Brasil e da Argentina*. Ensaio BND ES, Rio de Janeiro, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, n. 13, novembro de 2001.

GILPIN, Robert. *The Political Economy of International Relations*. Princeton: Princeton University Press, 1987.

GMM. *Manual de Estatísticas Fiscais do GMM*. 2000. Disponível em : <www.gmm.mec.gov.br> . Acesso em : 23/02/2004.

GMM. *Apresentação do GMM*. 2002. Disponível em : <www.gmm.mec.gov.br> . Acesso em : 23/02/2004.

GOLDFAJN, Ian. *The swings in capital flows and the Brazilian crisis*. Rio de Janeiro, Departamento de Economia da PUC-RJ, 2000. Texto para discussão n. 422.

GONÇALVES, R. e POMAR, V. "O Brasil Endividado: com o a nossa dívida externa aumentou mais de 100 bilhões de dólares nos anos 90". São Paulo: Fundação Perseu Abramo, 2000.

GREMAUD, Amury P., SAES, Flávio A. M. e TONETO JÚNIOR, Rudinei. *Formação Econômica do Brasil*. São Paulo: Atlas, 1997.

GUNDLACH, Erich e NUNNENKAMP, Peter. *Some Consequences of Globalization for Developing Countries*. São Paulo, 23 e 24 de maio de 1996. Trabalho apresentado na conferência *Globalization, What it is and its implications*.

HALL, Robert E. e TAYLOR, John B. Macroeconomia - Teoria, Desenvolvimento e Política. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1989.

HELD, David, MCGREW, Anthony, GOLDBLATT, David e PERRATON, Jonathan. Global Transformations: politics, economics, culture. Cambridge: Polity Press, 1999.

HERMANN, J. "A Experiência Argentina de Liberalização Financeira nos anos 90". Rio de Janeiro: IE-UFRJ, março de 2000. Texto para Discussão n. 442.

IBGE. Estatísticas Históricas do Brasil. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, 1990.

IBGE. Estatísticas do Século XX. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, 2003.

INTERNATIONAL FINANCIAL SERVICES. Benefits to Emerging Markets of Financial Services' Liberalisation. 2003. Disponível em: <<http://www.ifsl.org.uk>>. Acesso em: 02/02/2004.

JAGUARIBE, Helio. Mercosul e a nova ordem mundial. 2000. Mimeo.

KAMINSKY, Graciela e SCHMUCKLER, Sergio. Short and Long Run Integration: Do Capital Controls Matter? World Bank Working Paper nr. 2660, 2001. Disponível em: <<http://wbh0018.worldbank.org/research/workpapersnsf/>>. Acesso em: 20/01/04.

KNIGHT, Malcolm. Developing Countries and the Globalization of Financial Markets. IMF Working Paper nº WP/98/105, 1998.

KRUGMAN, Paul. A model of balance-of-payments crises. Journal of Money, Credit and Banking, 1979, n. 11, pp 311-325.

KRUGMAN, Paul. O Eterno Triângulo. O Estado de São Paulo, 22 de Outubro de 1998, B-12.

KUCZYNSKI, Pedro-Pablo e WILLIAMSON, John (orgs.). Depois do Consenso de Washington: Retomando o Crescimento na América Latina.

São Paulo: Editora Saraiva, 2004.

LATORRE, Augusto de, YEYATI, Eduardo Levy e SCHMUKLER, Sergio L. Living and Dying with Hard Pegs: The Rise and Fall of Argentina's Currency Board. World Bank Policy Research Working Paper n. 2980, 2003.

LACUNZA, Hermán (ed.). Cooperación Macroeconómica en el Mercosur: Un Análisis de la Interdependencia y una Propuesta de Cooperación. Buenos Aires: Centro de Economía Internacional, 2003.

LAHÓZ, André. Podem os Crescer 5% ao Ano. Exame, 30 de Junho de 1999, 691 ed., ano 32, n. 13, pp 26-30.

LARARENSENDE, André. A Moeda Indexada: um a proposta para eliminar a inflação inercial. Revista de Economia Política, São Paulo, v. 5, n. 2, abril-junho de 1985, pp 130-134.

LEFORT, Guillermo. Exchange Rate Management in a World of Volatile Capital Flows: Chile in the 1990s. Ottawa, outubro de 2000. Trabalho apresentado na conferência To Dollarize or not to Dollarize: Exchange Rate choices for the Western Hemisphere.

LERDA, Juan Carlos. Globalização da Economia e Perda de Autonomia das Autoridades Fiscais, Bancárias e Monetárias. In: BAUMANN, Renato (org) et al. O Brasil e a Economia Global. Rio de Janeiro: Campus, 1996.

MACHINEA, JL. La crisis financiera argentina de 1995: causas, características y lecciones. Buenos Aires, 1996. mimeo.

MALAN, Pedro Sampaio. Relações Econômicas Internacionais do Brasil: 1945-1964. In: FAUSTO, Boris (org.). História Geral da Civilização Brasileira - O Brasil Republicano III. São Paulo: Difel, 1984.

MANKIW, N. Gregory. "Macroeconomia". Rio de Janeiro: LTC - Livros Técnicos e Científicos Editora, 1995.

MCDONOUGH, William J. A Framework for the Pursuit of Price Stability. Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, v. 3, n. 3, August 1997, pp 1-7.

M E C O N . "Indicadores Econômicos". Ministério de Economia y Producción de la Republica Argentina, 2003. Disponível em : < <http://www.mecon.gov.ar> > . Acesso em : 15/02/2004.

Ministério das Relações Exteriores do Brasil. Mercosul: Situação do Processo Negociador Interno. Brasília: D M C / D I N , 2002.

M I R A N D A , Mauro Costa. Crises Cambiais e Ataques Especulativos no Brasil. Brasília: Banco Central do Brasil, 2001. Trabalho para Discussão n. 32.

M I S H K I N , Frederic S. e P O S E N , Adam S. Inflation Targeting: Lessons from Four Countries. Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review , v. 3, n. 3, August 1997, pp. 9-109.

M O T T A V E I G A , Pedro. "Política e Economia no Brasil Contemporâneo". 2002. Disponível em : < http://coursenligne.sciences-po.fr/2001_2002/durand/programm e2.htm > . Acesso em : 16/02/2004.

M U N D E L L , Robert. The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability. IM F Staff Papers, Washington , International Monetary Fund, March 1962, pp. 70-79.

M U N H O Z , D ércio Garcia. "A Institucionalização da Economia Mundial no Pós-Guerra". Brasília, 2003. Mimeo.

M U S S A , Michael, M A S S O N et alii. Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy. Washington: International Monetary Fund, 2000. IM F Working Paper 193/00.

O Estado de S. Paulo. "Saldo em conta corrente ultrapassa US\$4 bi". 23 de janeiro de 2004, B-1.

O C O N N E L L , Arturo. Macroeconomic Coordination in Mercosur: a Sceptical View. Oxford: St. Anthony's College, Draft, 2001.

O B S T F E L D , Maurice e R O G O F F , Kenneth. Foundations of International Macroeconomics. MIT Press, 1996.

O CAMPO, José Antonio. Globalization and Development. Rio de Janeiro, trabalho apresentado no Seminário New International Trends for Economic Development, organizado para a celebração dos 60 anos do BNDES, 12 e 13 de setembro de 2002.

OTTAWA, Luísa. Governo quer apressar debate sobre convergência no Mercosul. O Estado de S. Paulo, 20 de maio de 2003. Disponível em: <www.estado.estadao.com.br/editorias/2003/05/20/eco020.htm>. Acesso em: 23/05/2003.

PAULA, Luiz Fernando de e SZUSTERMAN, Celia. Towards Macroeconomic Convergence in MERCOSUR? Lessons from the European Union. Oxford, Conferência apresentada no St Antony's College em 12/06/2001.

PERRY, Guillermo e SERVEN, Luis. The Anatomy of a Multiple Crisis: Why was Argentina special and what can we learn from it. World Bank Policy Research Working Paper n. 3081, 2003.

RICÚPERO, Rubens. As séries da globalização. Rumos, os caminhos do Brasil em debate, n. 2, mar/abr de 1999, pp. 75-84.

RITTNER, Daniel. Países querem criar instituto monetário para impulsionar moeda única. Valor Econômico, 15/01/2003. Disponível em: <www.cinterac.com.br/inform es2.asp?l=p& i=739>. Acesso em: 23/05/2003.

SAMUELSON, Paul A. e NORDHAUS, William D. "Economia". Lisboa: Editora McGraw-Hill de Portugal, 1988.

SCHMIDT-HEBBEL, Klaus. Capital Flows, Financial Volatility, and Financial Integration. São Paulo, palestra apresentada no curso do Banco Mundial/ FIPE Macroeconomic Management: Fiscal and Financial Sector Issues, em janeiro de 2003.

SENADO FEDERAL. "Relatório Final da Comissão Especial para a Dívida Externa". 1989. Disponível em: <<http://www.senado.gov.br/web/comissoes/CAE/RFCEspDiveExterna.pdf>>. Acesso em: 16/02/2004.

SILBER, Simão D. "Cenário Mundial e as Perspectivas da Economia Brasileira". Apostilas de aula do MBA da Fipe-USP, 1999. Mimeo.

SINGER, Paul. "Tom a lá... não dá cá". *Teoria e Debate*, São Paulo, Fundação Perseu Abramo, nº1, dezembro de 1987.

SOTERO, Paulo. "Sistema Reforçará Confiança no País". *O Estado de São Paulo*, 30 de Junho de 1999, B-3.

SOTERO, Paulo. "Fluxo de capitais dinâmicos em países emergentes". *O Estado de São Paulo*, 3 de abril de 2003, B-4.

STIGLITZ, Joseph E. *Development policies in a world of globalization*. Rio Janeiro, trabalho apresentado no seminário *New International Trends for Economic Development* promovido pelo BNDES em 12 e 13 de Setembro de 2002.

TINBERGEN, Jan. *Economic Policy Making*. Amsterdam: North-Holland Publishers, 1960.

TOBIN, James. *Financial Globalization: Can National Currencies Survive?* Washington, trabalho apresentado na Conferência Anual do Banco Mundial sobre Economia do Desenvolvimento realizado em 20 e 21 de abril de 1998.

VÁSQUEZ, Ian. *The Brady Plan and market-based solutions to debt crises*. *The Cato Journal*, Washington, Cato Institute, vol.16, nº2, 1996.

WAGNER, Helmut. *Implications of Globalization for Monetary Policy*. IMF Working Paper nº WP/01/184, 2001.

WALTER, Andrew. *Understanding Financial Globalization*. Singapore, IDSS Working Paper: June 2002.

WILLIAMSON, John. "A economia aberta e a economia mundial". Rio de Janeiro: Campus, 1996.

WILLIAMSON, John. *Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option*. Washington: Institute for International Economics, 2000.

WILLIAMSON, John. Nossa Agenda e o Consenso de Washington. In: KUCZYNSKI, Pedro-Pablo e WILLIAMSON, John (orgs.). "Depois do Consenso de Washington: Retomando o Crescimento na América Latina". São Paulo: Editora Saraiva, 2004.

WORLD BANK. Global Development Finance 1999. 1999. Disponível em: <<http://www.worldbank.org/prospects/gdf99/>>. Acesso em: 27/01/2004.

WORLD BANK. Global Development Finance 2001: Building Coalitions for Effective Development Finance, Summary Tables. 2001. Disponível em: <<http://www.worldbank.org/prospects/gdf2001/>>. Acesso em: 27/01/2004.

WORLD BANK. Globalization, Growth, and Poverty. 2002. Disponível em: <<http://econ.worldbank.org/prr/globalization/text-2857/>>. Acesso em: 27/01/2004.

WORLD BANK. Global Development Finance 2001: Striving for Stability in Development Finance. 2003. Disponível em: <<http://www.worldbank.org/prospects/gdf2003>>. Acesso em: 27/01/2004.

Livro	A Convergência Macroeconômica Brasil-Argentina Regimes Alternativos e Fragilidade Externa
Autor	Leonardo de Almeida Carneiro Enge
Formato	15,5 x 22,5 cm
Manchete gráfica	11 x 18 cm
Tipografia	Garamond nos corpos 24, 20, 18, 15, 14, 12, 11 (texto), 10 e 8
Tiragem	1.000 exemplares
Impressão e acabamento	Gráfica Prol

