

A Década Mais que Perdida:

vulnerabilidade e restrição externas no Brasil nos anos 90

Marcelo Dias Carcanholo
*Professor do Instituto de Economia
Universidade Federal de Uberlândia
mdcarc@uol.com.br*

1. Introdução

O processo de abertura comercial e liberalização financeira que caracterizou a estratégia de inserção internacional do país na última década não produziu os efeitos benéficos sobre o crescimento econômico propalados por análises teóricas convencionais e ideólogos dessa estratégia.

De fato, houve um relativo sucesso no controle inflacionário, quando os índices, que apontavam um patamar de quatro dígitos em 1994, passaram a apresentar dois dígitos em 1995 e apenas um em 1996. A obtenção de superávits nas contas públicas, ainda que apenas no conceito primário, também foi uma meta alcançada com relativo sucesso, dentro do componente de estabilização da estratégia implementada.

Entretanto, observando-se a tabela 1, é indiscutível o caráter pífio dos resultados em termos de crescimento econômico, acumulação de capital e geração de emprego.¹

¹ Alguns autores, como Ferrari Filho & Paula (2002), sustentam que o fraco desempenho da economia brasileira nos anos 90 é explicado pela ausência de uma estratégia de desenvolvimento na concepção do Plano Real. O que se supõe aqui, ao contrário, é que o Plano Real está inserido, assim como o processo de abertura externa, na estratégia neoliberal de desenvolvimento, implementada ao longo de toda a década.

Entre 1990 e 1999, a taxa média de crescimento da economia foi de 1,78% ao ano, enquanto que a taxa média em termos *per capita* atingiu menos de 0,38% ao ano. Se comparado com o período da década de 80, a década perdida, quando a economia brasileira cresceu em média 2,2% ao ano, não seria exagero considerar os anos 90 como a década mais do que perdida. A taxa média de investimento no período 1991-2000 foi de 15,9% do PIB, aos preços de 1980, inferior aos 17,7% médios dos anos 80. Não bastasse essa redução, a composição da taxa de investimento “mostra sensível piora, pois o peso dos bens de capital caiu de 34% em 1990 para cerca de 25% em 1996-1997” (Cano, 2000: 266).

Tabela 1 - Indicadores Macroeconômicos do Brasil (1989-2000)

	Taxa de crescimento	Taxa de crescimento <i>per capita</i>	Investimento (% PIB) ¹	Taxa de crescimento da FBKF ²	Taxa de desemprego ³
1989	3,2	1,4	-	-	3,3
1990	-4,4	-5,5	-	-	4,3
1991	1,0	-0,6	15,2	-1,8	4,8
1992	-0,5	-2,1	14,0	-8,6	5,7
1993	4,9	3,4	14,4	7,2	5,3
1994	5,9	4,3	15,2	12,5	5,1
1995	4,2	2,8	16,7	13,7	4,6
1996	2,7	1,2	16,5	2,5	5,4
1997	3,3	1,9	17,9	12,4	5,7
1998	0,2	-1,1	17,5	-1,8	7,6
1999	0,5	-0,5	16,1	-7,0	7,6
2000	4,4	3,1	15,7	nd	7,1

¹ - preços de 1980.

² - formação bruta de capital fixo.

³ - médias anuais pela PME do IBGE.

Fonte: Banco Central, IBGE e IPEADATA.

Em termos dos setores produtivos, Cano (2000: 271-274) ainda estima que a taxa média anual de crescimento do setor agropecuário entre 1989 e 1998 foi de 2,1%, mantendo sua participação relativa no PIB em 7,6%. Já a indústria de transformação teve o pior desempenho setorial. Sua taxa média anual de crescimento foi de 0,2%, pior do que os 0,9% da década de 80. A participação deste setor no PIB caiu para 20%, algo similar ao observado ainda na primeira metade da década de 50.

As taxas oficiais de desemprego, por sua vez, mais do que duplicaram durante a década de 90, saindo dos 3,3% da PEA (população economicamente ativa) em 1989 para 7,6% em 1999.

No setor externo, apesar do crescimento no volume de exportações, a situação tampouco foi animadora. Cano (2000: 270) constata que a pauta exportadora em 1989 era composta de 27,9% em produtos básicos, 14,5% em semi-manufaturados e 56,8% em manufaturados. Em 1997, essa composição já era, respectivamente, de 27,3%, 16% e 55%. Em relação à pauta importadora, os bens de consumo representavam 14,2% do total em 1989, os bens intermediários 35,3%, e os bens de capital 26,5%. Durante os anos 90, “enquanto estas últimas triplicaram em valor, as de bens de consumo e de intermediários quadruplicaram, colaborando com isso para o debilitamento e desestruturação de parte da agricultura e da indústria nacional” (Cano, 2000: 270).²

Mas, afinal, de que forma a estratégia de inserção internacional passiva, respaldada no processo de abertura externa, conseguiu atingir tão medíocre desempenho?

2. Vulnerabilidade Externa como Restrição ao Crescimento

A própria montagem e execução da abertura comercial e financeira, aliadas à sobrevalorização cambial que caracterizou a segunda metade da década, criaram armadilhas e restrições que impediram o crescimento econômico do país.

O incentivo ao aumento das importações, por conta tanto da abertura comercial como da valorização do câmbio, e o ritmo lento de crescimento das exportações provocaram um substancial déficit comercial. Isso, aliado a um déficit histórico na balança de serviços, agravado pelo aumento das remessas de lucros e dividendos e do pagamento de juros, levou a consideráveis déficits em transações correntes (tabelas 2 e 3).

A forma encontrada para financiamento dos déficits externos foi a atração dos capitais forâneos. Para tanto, ampliou-se a taxa de juros doméstica acima da internacional, em níveis que incrementassem a atração de capitais (diretos e de portfólio), o que definiu uma extrema dependência da economia brasileira frente aos movimentos erráticos do capital financeiro internacional, além dos crescentes empréstimos externos também contratados (gráfico 1).

² Os resultados pífios não deveriam assombrar aqueles que conhecem as experiências anteriores de abertura dos países periféricos. Mesmo desconsiderando os efeitos da liberalização financeira, Shafaeddin (1994: 01) já havia constatado esses resultados: “in fact, trade liberalization has been accompanied by deindustrialization in many LDCs [least developed countries], and where export expanded it was not always accompanied by the expansion of supply capacity”.

Tabela 2 - Balanço de Pagamentos do Brasil em US\$ bilhões: contas selecionadas (1989-1994)

Conta \ Ano	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Balança Comercial	16,1	10,7	10,6	15,3	12,9	10,4
- Exportações	34,4	31,4	31,6	35,9	38,6	43,5
- Importações	18,3	20,7	21	20,6	25,7	33,1
Balança de Serviços	-14,8	-15,3	-13,5	-11,3	-15,5	-14,7
- Lucros e dividendos	-2,4	-1,6	-0,6	-0,5	-1,8	-2,5
- Juros líquidos	-9,6	-9,7	-8,6	-7,3	-8,2	-6,3
- Outros	-2,8	-4,0	-4,3	-3,5	-5,5	-5,9
Saldo em transações correntes	1,5	-3,8	-1,4	6,1	-0,6	-1,7
Movimento de capital	-4,1	-4,7	-4,1	25,2	10,1	14,3
- Empréstimos	1,9	-0,3	0,9	17,5	11,6	53,8
- Investimento de portfólio líquido	0,7	0,1	0,5	1,7	6,6	5,0
- Investimento direto estrangeiro líquido	0,1	0,3	0,5	1,1	0,4	1,9
- Amortizações pagas e refinanciadas	-14,5	-8,6	-7,8	-8,5	-9,9	-50,4
Saldo do balanço de pagamentos	-3,4	-8,8	-4,6	30,0	8,4	12,9

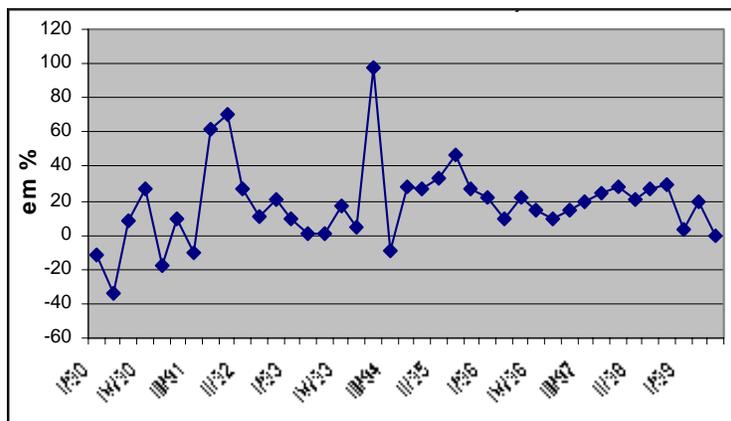
Fonte: Boletim do Banco Central.

Tabela 3 - Balanço de Pagamentos do Brasil em US\$ bilhões: contas selecionadas (1995-2000)

Conta \ Ano	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Balança Comercial	-3,2	-5,6	-8,4	-6,5	-1,2	-0,6
- Exportações	46,5	47,7	53	51,1	48	55,1
- Importações	49,7	53,3	61,4	57,6	49,2	55,7
Balança de Serviços	-18,6	-21,7	-26,9	-30,3	-25,2	-25,4
- Lucros e dividendos	-2,6	-2,3	-5,6	-7,1	-4,0	-3,3
- Juros líquidos	-8,2	-9,8	-10,4	-11,9	-15,2	-14,6
- Outros	-7,8	-9,6	-10,6	-11,3	-6,0	-7,5
Saldo em transações correntes	-17,8	-24,3	-32,4	-34,1	-25,4	-24,3
Movimento de capital	30,9	34,2	26	15,9	13,9	19
- Empréstimos	33,5	22,8	28,8	41,6	28	-8,7
- Investimento de portfólio líquido	4,7	6,1	5,3	-1,8	3,8	6,9
- Investimento direto estrangeiro líquido	2,9	9,2	16,2	23,7	26,9	30,5
- Amortizações pagas e refinanciadas	-11	-14,4	-28,7	-33,5	-42,4	-25,8
Saldo do balanço de pagamentos	13,5	9	-7,8	-17,2	-7,8	-2,2

Fonte: Boletim do Banco Central.

**Gráfico 1: Taxa real de juros sobre títulos federais (overnight), 1990-1999
(taxa trimestral anualizada)**



Fonte: Boletim do Banco Central.

A dependência extrema em relação aos capitais externos em um mundo de forte instabilidade do sistema financeiro internacional, e a baixa capacidade de resistência da economia brasileira frente a choques externos, definiam, respectivamente, uma fragilidade e uma vulnerabilidade externas, responsáveis pela restrição ao crescimento econômico que caracterizou a década.

Além da restrição externa estrutural, a abertura comercial e financeira criou uma armadilha financeira nas contas externas (Tavares, 1997 e Gonçalves, 1997). Os crescentes déficits em transações correntes, agravados pelo efeito da sobrevalorização cambial sobre o saldo comercial e por outras contas como gastos em viagens internacionais, foram financiados pela maior entrada de capital externo, na forma de endividamento ou de investimento externo. Isso provocou o aumento do passivo externo (dívida e estoque de capital) o que, em um segundo momento, foi traduzido em elevação do déficit na conta de serviços (pagamento de juros e remessa de lucros e dividendos) e, conseqüentemente, do déficit em transações correntes. A armadilha financeira nas contas externas manifestou-se assim em um endividamento externo crescente, tanto pelo crescimento da dívida, como pelo aumento do passivo externo, por conta do círculo vicioso de realimentação *financiamento externo – déficits crescentes*.

O déficit externo crônico definiu uma obrigação de manter elevadas as taxas domésticas de juros, provocando o “engessamento” da política monetária. Por outro lado, a obrigatoriedade de manter as altas taxas de juros construiu, ainda, uma armadilha fiscal. As altas taxas de juros representaram a elevação dos custos de rolagem da dívida pública, levando à explosão do seu serviço. Dado o compromisso

de estabilidade monetária, o governo ainda se viu obrigado a esterilizar o efeito expansionista da entrada de capital externo sobre a oferta monetária, o que terminou por elevar o volume da dívida pública.³ Apresentaram-se duas opções não excluídas. Ou o governo financiava o endividamento público crescente emitindo novos títulos públicos, em um processo de rolagem, ou promovia fortes processos de ajuste fiscal, incluindo elevação de receitas, cortes nos gastos e ampliação do programa de privatizações. Constituiu-se assim o “engessamento” da política fiscal.

A vulnerabilidade externa ainda provocou outra armadilha no que diz respeito ao crescimento econômico. A estratégia de abertura, potencializada pelos efeitos da sobrevalorização cambial da segunda metade da década, levou a um processo de *stop and go* na trajetória de crescimento do país.⁴ Qualquer melhora conjuntural que elevasse a renda nacional provocaria aumento da demanda por importações, agravando o déficit em transações correntes e definindo a necessidade de reduzir esse nível de renda. A variável-chave para isso sempre foi a taxa de juros que, mantida em níveis elevados, conseguiu não só reduzir o nível de renda a patamares condizentes com a restrição externa, mas também manter o fluxo positivo de capitais externos.

A vulnerabilidade externa se manifestou assim, ao longo da década de 90, através de crescentes endividamentos externo e interno, e na incapacidade recorrente que a economia brasileira demonstrou em crescer de forma sustentada. É justamente da inviabilidade estrutural externa e interna, e das manifestações conjunturais da restrição externa ao crescimento que se passa a tratar.

3. Inviabilidade Estrutural Externa

O crescimento da dívida externa nos anos 90 é nítido nas tabelas 4 e 5, passando de um total de US\$ 115,5 bilhões em 1989 para US\$ 241,2 bilhões dez anos depois, um aumento de quase 109% na década. Os gastos com o serviço dessa dívida também mostraram um crescimento considerável de US\$ 24 bilhões no final da década de 80 para US\$ 62,8 bilhões ao término da década passada. Deve-se ressaltar, entretanto, que o serviço da dívida externa experimentou certo recuo no início da década de 90, muito por causa da renegociação da dívida externa nos moldes do Plano Brady encerrada em 1994. A partir desse momento, a trajetória de crescimento do serviço da dívida acompanhou a elevação do endividamento do país.

³ “A emissão de títulos cambiais pelo Bacen, para servir de *hedge* ao endividamento externo privado e permitir o financiamento do desequilíbrio do balanço de pagamentos, agravou ainda mais as chamadas necessidades de financiamento do setor público” (Tavares, 1997: 108).

⁴ Ainda que ele atribua isso apenas a um “erro do câmbio”, Delfim Netto (1997), com todo seu pragmatismo, constata essa característica da economia brasileira no período.

Tabela 4 - Dívida Externa: Estoque e Composição em US\$ bilhões (1989-1994)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Dívida externa total	115,5	123,4	123,9	135,9	145,7	148,3
Dívida externa privada	31,5	28,7	29,2	42,5	55,1	60,9
Dívida externa pública	84	94,6	94,6	93,4	90,6	87,3
Total de curto prazo	16,2	26,8	30,9	25,1	31,4	28,6
Total de médio e longo prazo	99,2	96,5	93	110,8	114,2	119,6
Dívida Externa Líquida	105,8	113,5	114,5	112,2	113,5	109,5
Serviço da dívida	24,1	18,9	17,3	15,4	18,6	19,1

Fonte: Boletim do Banco Central.

Tabela 5 - Dívida Externa: Estoque e Composição em US\$ bilhões (1995-2000)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Dívida externa total	159,2	179,9	200	234,7	241,2	236,1
Dívida externa privada	71,8	95,6	123,7	139,8	141,2	125,5
Dívida externa pública	87,4	84,3	76,2	94,9	100	110,6
Total de curto prazo	29,9	37,7	36,7	24	28,6	29,9
Total de médio e longo prazo	129,3	142,1	163,2	210,6	212,6	206,2
Dívida Externa Líquida	107,4	119,8	147,8	197,2	204,7	203,1
Serviço da dívida	21,6	27,2	43,2	49,5	62,8	40,4

Fonte: Boletim do Banco Central.

Quanto à composição dessa dívida externa é importante salientar dois aspectos. Em primeiro lugar, a maior participação da dívida de médio e longo prazo, em relação aos vencimentos de curto prazo, sempre esteve presente. Este perfil mais alongado da dívida externa permitiu a contínua rolagem do endividamento, em que pesasse o vultoso crescimento de seu estoque e de seu serviço. Em segundo lugar, na segunda metade da década de 90, a parcela privada da dívida passa a superar a parcela pública, representando 58,5% do total em 1999, quando em 1989 representava apenas 27,3%.⁵

A inviabilidade estrutural externa da estratégia brasileira de abertura nos anos 90 pode ser observada, além do endividamento externo crescente, através de indicadores de vulnerabilidade externa apresentados nas tabelas 6 e 7.

⁵ O que, aparentemente, pode significar uma melhora no perfil do endividamento público brasileiro é desmistificado pela relação estreita entre dívida pública interna e dívida externa, como será visto adiante.

Tabela 6 - Indicadores de Vulnerabilidade Externa (1989-1994)

Indicador	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Dívida externa total / exportações	3,35	3,93	3,92	3,78	3,77	3,41
Dívida externa líquida / exportações	3,3	3,6	3,6	3,1	2,9	2,5
Dívida externa total / PIB (%)	27,7	27,6	32	36,3	33,8	27,3
Dívida externa líquida / PIB (%)	25,4	25,4	29,6	29,9	26,3	20,1
Serviço da dívida / exportações	0,7	0,6	0,54	0,43	0,48	0,44
Serviço da dívida / PIB (%)	5,8	4,2	4,5	4,1	4,3	3,5
Pagamento de juros / exportações	0,28	0,3	0,27	0,2	0,21	0,14
Pagamento de juros / PIB (%)	23,0	21,7	22,2	19,5	19	11,6
Reservas internacionais / dívida total	0,08	0,08	0,07	0,17	0,22	0,26
Reservas internacionais / serviço da dívida	0,4	0,53	0,54	1,54	1,7	1,7
Reservas internacionais / juros pagos	1,01	1,03	1,09	3,26	3,92	6,15
Saldo em conta corrente (% PIB)	0,25	-0,81	-0,35	1,59	-0,14	-0,31
Saldo em conta corrente / exportações	4,3	-12,1	-4,4	16,9	-1,5	-3,9
Reservas internacionais / exportações	28,2	31,8	29,7	66,3	83,4	89,1

Fonte: Boletim do Banco Central.

Tabela 7 - Indicadores de Vulnerabilidade Externa (1995-2000)

Indicador	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Dívida externa total / exportações	3,42	3,77	3,77	3,8	4,7	5,0
Dívida externa líquida / exportações	2,0	2,1	2,5	3,6	4,0	3,5
Dívida externa total / PIB (%)	22,5	23,2	24,8	29,8	30,4	29,7
Dívida externa líquida / PIB (%)	18,5	18,1	18,3	25	38,6	34
Serviço da dívida / exportações	0,46	0,57	0,81	0,97	1,3	0,73
Serviço da dívida / PIB (%)	3,0	3,5	5,3	6,2	7,9	6,8
Pagamento de juros / exportações	0,17	0,20	0,19	0,23	0,31	0,27
Pagamento de juros / PIB (%)	11,6	12,6	12,8	15,1	19,1	18,3
Reservas internacionais / dívida total	0,32	0,33	0,26	0,19	0,15	0,14
Reservas internacionais / serviço da dívida	2,4	2,2	1,2	0,9	0,57	0,8
Reservas internacionais / juros pagos	6,31	6,13	5,02	3,74	2,38	2,26
Saldo em conta corrente (% PIB)	-2,55	-2,98	-3,86	-4,33	-4,38	-4,13
Saldo em conta corrente / exportações	-38,2	-50,9	-61,1	-66,7	-52,5	-46,1
Reservas internacionais / exportações	111	125	98	87	75	59

Fonte: Boletim do Banco Central.

O que os indicadores de vulnerabilidade⁶ indicam para o Brasil é que o período analisado deve ser decomposto em dois momentos: o primeiro até a virada 1994/95 e o segundo a partir desse momento até o final da década. Isto se justifica, principalmente, pelos efeitos da renegociação da dívida externa e pela grande entrada de capitais externos, que provocaram um forte crescimento das reservas internacionais, no contexto da liberalização financeira externa. O que ocorreu após a assinatura do acordo de renegociação da dívida foi uma grande amortização da mesma, que se traduziu em valores muito elevados para indicadores como serviço da dívida sobre exportações, serviço da dívida sobre PIB e serviço da dívida como proporção das reservas internacionais.

Dos 14 indicadores selecionados, 8 apresentaram uma piora constante ao longo de toda a década. Os outros 6 (ligados ao serviço da dívida e às reservas internacionais) mostraram uma certa melhora na primeira metade da década pelas razões expostas acima. Com a progressiva entrada de capital externo e o conseqüente acúmulo de reservas, os indicadores que incluem as reservas internacionais sofrem uma mudança significativa. A proporção dos juros líquidos sobre as reservas cai de 1,1% no início de 1991 para 0,5% um ano depois. No mesmo sentido, tem-se que as reservas internacionais correspondiam a 9,4% da dívida externa no primeiro trimestre de 1991, e no final de 1992 equivaliam a 17,5%.⁷

Entretanto, a partir de 1995, todos os 14 indicadores demonstram um aumento da vulnerabilidade das contas externas. Como exemplos significativos destacam-se: (i) o serviço da dívida sobre exportações passou de 42,2% no segundo trimestre de 1995 para 130% no final de 1999; (ii) as reservas sobre a dívida externa total, que chegaram a 32% no final de 1995, atingem 14% ao final de 2000; (iii) a dívida externa total sobre exportações cresce de 3,4 no início de 1996 para 5 ao final de 2000 – isto significa que seriam necessários 5 anos, naquele instante, para pagar a dívida externa com os recursos obtidos das exportações, no montante observado naquele momento; e (iv) os juros líquidos correspondiam a 16% das reservas no final de 1995 e atingem 45% no final de 2000.

Deve-se ressaltar também a piora constante a partir de 1993 do déficit em transações correntes como proporção do PIB, que atingiu 4,38% em 1999, indicando a crescente necessidade de financiamento externo.

Observando o gráfico 2, percebe-se duas características fundamentais na estrutura do saldo em transações correntes no Brasil. A primeira é a reversão do saldo da balança comercial do início da década de 90 de algo em torno de US\$ 10 bilhões para um déficit de US\$ 600 milhões no final de 2000, déficit este que chegou a US\$ 8,4 bilhões em 1997. Esta trajetória ocorreu por causa do maior crescimento das importações em relação às exportações. A segunda é a elevação do déficit do

⁶ Deve-se levar em conta a advertência de Medeiros e Serrano (2001) de que a fragilidade sinalizada pela razão entre os passivos externos de curto prazo e as reservas cambiais está mais ligada a dificuldades conjunturais de liquidez, que podem até redundar em crises cambiais, como no Brasil em janeiro de 1999, do que à inviabilidade estrutural das contas externas. Rigorosamente, a primeira apresenta-se como desdobramento conjuntural da segunda.

⁷ Uma pormenorizada análise desses indicadores de vulnerabilidade com dados trimestrais é feita em Painceira e Carcanholo (2002).

balanço de serviços que sai de US\$ 15,3 bilhões no final de 1990 para US\$ 25,4 bilhões ao final de 2000. Isto foi provocado, principalmente, pelo crescimento das remessas de lucros e dividendos e dos pagamentos de fretes e seguros. O saldo em transações correntes que, em alguns períodos do início da década chegou a ser positivo, atinge um déficit de US\$ 24,3 bilhões no final de 2000.

Gráfico 2: Estrutura do saldo em transações correntes - Brasil (US\$ milhões)

Fonte: Boletim do Banco Central.

O déficit estrutural nas contas externas reflete uma rigidez oriunda de desequilíbrios de estoque, isto é, do considerável aumento do estoque da dívida externa e do estoque de capital estrangeiro, sob a forma de investimento direto ou de portfólio. Dessa forma, o crescimento do passivo externo (dívida externa mais estoque de capital estrangeiro) tende a provocar a elevação do serviço desse passivo (serviço da dívida externa mais remessa de lucros e dividendos) que, por sua vez, leva ao estrangulamento externo⁸, e estabelece um caráter mais rígido aos déficits externos, na medida em que os torna mais insensíveis a alterações de preços relativos expressos na taxa de câmbio. Assim, "com o crescente passivo externo, a política cambial perde cada vez mais eficácia... Nesse sentido, o governo tornou-se refém da tirania da taxa de juros para tentar ajustar as contas externas" (Gonçalves, 2002: 182).

⁸ A importância analítica do conceito de passivo externo é dada pelo fato de que este passivo implica em saída de recursos que superam o serviço da dívida externa e, portanto, reflete com mais precisão a verdadeira transferência de renda. A importância de considerar o estoque de capital externo para estes propósitos já havia sido ressaltada pela vertente marxista da teoria da dependência nos anos 60, não surpreendentemente desconsiderada. Para isto ver Dos Santos (2000) e Marini (2000).

A tabela 8 mostra a evolução do estoque do passivo externo brasileiro ao longo da década de 90. Evidencia-se que o passivo externo brasileiro cresceu 184% entre 1989 e 2000, tanto por causa do endividamento externo crescente, como pela entrada de capital externo, substancial no período, que redundou em um forte aumento do estoque de capital externo no país. Considerando o passivo externo líquido (descontando o valor dos ativos externos), esse crescimento foi maior ainda. Se o estoque do passivo externo líquido era de US\$ 129,7 bilhões em 1989, ele passou para US\$ 383,6 em 2000, definindo uma taxa de crescimento de 195,7% no período. Isto se deveu ao menor ritmo de crescimento dos ativos externos brasileiros em relação ao do passivo externo total.

Tabela 8 - Estoque do passivo externo brasileiro em US\$ bilhões (1990-2000)

Ano	Dívida Externa Total	Investimento direto estrangeiro	Investimento de portfólio	Passivo Externo Total	Ativos Externos*	Passivo Externo Líquido
1989	115,5	27,2	8,7	151,4	21,7	129,7
1990	123,4	27,9	8,9	160,2	22,2	138
1991	123,9	28,6	9,5	162	21,4	140,6
1992	135,9	29,9	11,2	177	39,9	137,1
1993	145,7	37,7	17,9	201,3	50,8	150,5
1994	148,3	39,9	25,2	213,4	64,2	149,2
1995	159,2	44,5	24,2	227,9	71,1	156,8
1996	179,9	54,4	41,2	275,5	83,6	191,9
1997	200	71,5	55,6	327,1	74,9	252,2
1998	234,7	90	30	354,7	67,5	287,2
1999	241,2	119	33	393,2	54,7	338,5
2000	236,1	152	42	430,1	46,5	383,6

*inclui as reservas internacionais, os investimentos brasileiros no exterior, os haveres externos nos bancos comerciais e os créditos brasileiros no exterior.

Fonte: Boletim do Banco Central.

A tabela 9, por sua vez, apresenta a evolução do serviço do passivo externo ao longo dos anos 90. Enquanto este, em 1990, atingia US\$ 19,9 bilhões, em 1999, ele já chegava a US\$ 61,6 bilhões. O serviço do passivo externo apresentou uma redução até 1992, em razão da queda do serviço da dívida, mas cresceu a partir desse momento tanto pelo aumento deste serviço como o da remessa de lucros e dividendos.

Tabela 9 - Serviço do passivo externo brasileiro em US\$ bilhões (1990-2000)

	Juros	Amortizações pagas	Serviço da dívida externa	Lucros e dividendos	Serviço do passivo externo
1989	9,6	14,5	24,1	2,4	26,5
1990	9,7	8,6	18,3	1,6	19,9
1991	8,6	7,8	16,4	0,6	17
1992	7,3	8,5	15,8	0,5	16,3
1993	8,2	9,9	18	1,8	19,9
1994	6,3	11	17,3	2,5	19,8
1995	8,2	11	19,2	2,6	21,8
1996	9,8	14,4	24,2	2,3	26,5
1997	10,4	28,7	39,1	5,6	46,7
1998	11,9	33,5	45,4	7,1	52,5
1999	15,2	42,4	57,6	4,0	61,6
2000	14,6	25,8	40,4	3,3	43,7

Fonte: Boletim do Banco Central.

As tabelas 10 e 11 apresentam os indicadores de vulnerabilidade externa relacionados ao passivo externo. O quadro geral também permite concluir a elevação dessa vulnerabilidade ao longo da década de 90.

Tabela 10 - Indicadores de Vulnerabilidade em relação ao Passivo Externo (1989-1994)

Indicador \ Ano	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Passivo externo líquido / exportações	3,77	4,39	4,45	3,81	3,9	3,43
Passivo externo líquido / PIB (%)	31,2	30,9	36,4	39,8	35	27,4
Estoque de investimento de portfolio (% do PIB)	2,1	1,2	2,4	2,3	4,1	4,6
Estoque de investimento de portfolio (% do total de investimento)	24,3	24,2	25	27,3	32	42,1
Estoque de Investimento direto estrangeiro (% PIB)	6,5	6,25	7,4	8,0	8,7	7,3
Estoque de Investimento direto estrangeiro (% do total de investimento)	75,7	75,8	75	72,7	68	57,9
Serviço do passivo externo (% das exportações)	77	63,3	53,8	45,4	51,5	45,5
Serviço do passivo externo(% do PIB)	6,37	4,46	4,4	4,35	4,62	3,64
Serviço do passivo externo / reservas internacionais	2,73	2,01	1,8	0,68	0,62	0,51

Fonte: Boletim do Banco Central.

Tabela 11 - Indicadores de Vulnerabilidade em relação ao Passivo Externo (1995-2000)

Indicador \ Ano	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Passivo externo líquido / exportações	3,37	4,02	4,75	5,62	7,05	7,0
Passivo externo líquido / PIB (%)	23,4	25,7	32,2	36,5	42,6	47,9
Estoque de investimento de portfólio (% do PIB)	4,2	7,0	8,6	4,2	5,4	6,6
Estoque de investimento de portfólio (% do total de investimento)	35,2	43,1	43,8	25	21,7	21,7
Estoque de Investimento direto estrangeiro (% PIB)	7,8	8,8	10,7	12,6	19,4	22
Estoque de Investimento direto estrangeiro (% do total de investimento)	64,8	56,9	56,2	75	78,3	78,3
Serviço do passivo externo (% das exportações)	46,9	55,5	88,1	102,7	128,3	79,3
Serviço do passivo externo (% do PIB)	3,3	3,4	5,78	6,66	7,76	5,7
Serviço do passivo externo / reservas internacionais	0,42	0,44	0,9	1,17	1,71	1,32

Fonte: Boletim do Banco Central.

Em termos específicos, deve-se ressaltar o aumento do passivo externo líquido como proporção do PIB de 30,9% em 1990 para 47,9% em 2000, e o serviço desse passivo que passa de 4,46% em 1990 para 7,76% em 1999. Quanto à composição do passivo, o estoque de investimento direto estrangeiro apresentou elevação tanto em relação ao PIB como em proporção ao total de investimento estrangeiro, o que costuma ser apresentado com algo exclusivamente positivo. Entretanto, algumas ressalvas devem ser feitas.

Inicialmente, o investimento direto estrangeiro “apresenta limitações como forma de financiamento estável, dada a sua própria natureza. Seus impactos negativos sobre o balanço de pagamentos (remessa de lucros e dividendos) tendem a ser diluídos ao longo do tempo, enquanto os impactos positivos são concentrados” (Laplane e Sarti, 1997: 146).

Em segundo lugar, o efeito deletério do investimento direto estrangeiro sobre as contas externas também faz-se sentir pelo fato de que a maciça entrada de capital estrangeiro no setor de serviços, especificamente nos de utilidade pública, não geram receitas de exportação, como ressaltado por Gonçalves (1999: 194).

Finalmente, “o ‘investimento direto’ que tem aumentado, atraído pela entrega de nossas riquezas minerais e dos sistemas elétrico e de telecomunicações, representa apenas uma fração diminuta das nossas necessidades de financiamento externo e não contribui para elevar a taxa de investimento líquido da economia, já que se trata de mera transferência patrimonial” (Tavares, 1997: 105).

Dessa forma, a entrada de investimento externo não contribuiu para elevar a taxa de investimento da economia brasileira no período, que ficou em patamares inferiores aos da década passada, e ainda representou um enrijecimento e agravamento das contas externas na medida em que se refletiu em remessa de lucros e dividendos e/ou em saída conjuntural dos recursos, em face do caráter especulativo e de curto prazo de boa parte desse investimento externo.

O que os indicadores de vulnerabilidade externa aqui apresentados mostram é que, longe de constituírem problemas pontuais e passageiros, o déficit nas contas externas brasileiras possuíram um caráter muito mais rígido e estrutural.

4. Inviabilidade Estrutural Interna

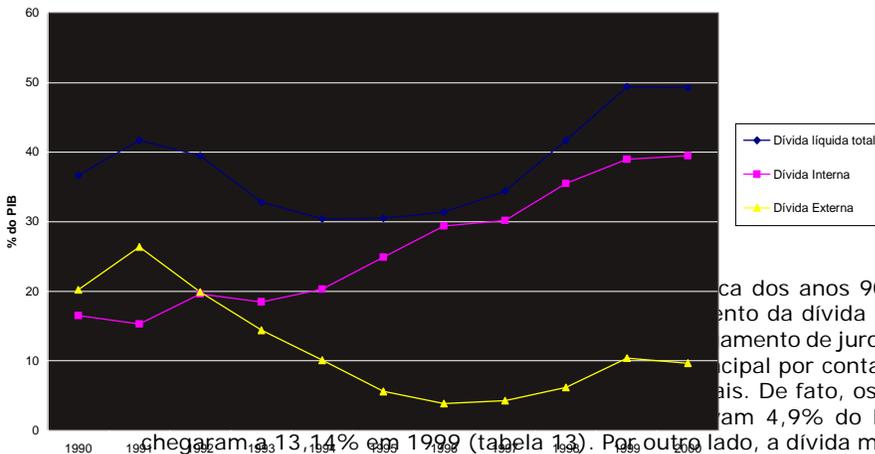
A vulnerabilidade externa da economia brasileira também manifestou-se em um superendividamento público. Se a composição da dívida externa apresentou uma alteração na década de 90, tornando-se majoritariamente de caráter privado, a dívida pública no mesmo período mostrou-se explosiva, e esteve intimamente ligada ao quadro do endividamento externo.

Gonçalves e Pomar (2002: 50) ressaltam que “enquanto aumenta a dívida externa, os juros elevados pagos pelos títulos se constituem na principal causa do déficit público e, portanto, do próprio aumento da dívida pública interna, que cresce aceleradamente a partir de 1995”. O grande diferencial entre os juros internos e os externos, necessário para atrair os capitais externos que “fechavam” as contas externas, fez com que as empresas instaladas no país tomassem empréstimos em dólar para servirem de credores junto ao governo brasileiro. Assim, o crescimento da parcela privada da dívida externa está intimamente relacionada com a necessidade crescente de rolagem da dívida pública interna, acrescida tanto pelos juros altos como pela esterilização dos recursos externos ingressantes no país.

Considera-se que a dívida líquida do setor público traduziria mais claramente a posição financeira do setor público, já que descontaria a posição credora do próprio Estado. A tabela 12 apresenta os dados referentes ao período 1994-2000. O crescimento da dívida líquida do setor público no período foi de 267%, sendo que a parcela correspondente à dívida interna passou de 71% do total para 80% entre 1994 e 2000. Isso se traduziu em um substancial aumento da dívida líquida total como proporção do PIB, de 30,4% em 1994 para 49,3% em 2000. Em 2001 esse valor chegou a 53,3%. Por sua vez, o crescimento da dívida líquida do governo federal e do Banco Central foi ainda maior, equivalendo a 436%. O gráfico 3 mostra a composição dessa dívida líquida do setor público no longo de toda a década, evidenciando que foi a partir de 1992 que a parcela interna da dívida passou a superar a externa, exatamente o período em que o diferencial de juros internos passou a ser mais expressivo.

Tabela 12 - Dívida Líquida do Setor Público em R\$ bilhões (1994-2000)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Dívida líquida total	153,2	208,5	269,2	308,4	385,9	516,6	563,2
- Dívida Interna	108,8	170,3	237,6	269,8	328,7	407,8	451,8
- Dívida Externa	44,4	38,1	31,6	38,6	57,2	108,8	111,3
Dívida líquida do governo federal e Banco Central	65,8	90,4	128,4	167,7	231,3	316,2	353
Dívida líquida total (% do PIB)	30,38	30,83	33,23	34,33	39,17	49,39	49,29

Gráfico 3: Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB) 1990-2000

ca dos anos 90, com exceção do aumento da dívida pública só pode ser explicado pelo pagamento de juros e amortização da dívida principal por conta da rolagem da dívida. De fato, os juros nominais chegaram a 13,14% em 1999 (tabela 13). Por outro lado, a dívida mobiliária federal indexada ao câmbio representava 8,3% do total em 1994 e passou a 24,5% em 1999, 24,3% em 2000 e 28,62% em 2001.

Tabela 13 - Dívida Mobiliária Federal 1994-2000 (R\$ bilhões)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Total	61,7	108,4	176,2	254,5	323,9	414,9	516,1
- Responsabilidade do Tesouro	35,2	59,1	93,1	189,3	219,2	311,3	396,1
-Responsabilidade do Banco Central	26,5	49,3	83,1	65,2	104,7	103,5	120
Indexada ao câmbio	5,1	5,8	16,6	39,2	68,0	101,6	125,4
Indexada ao câmbio (% do total)	8,3	5,4	9,4	15,4	21,0	24,5	24,3
Juros nominais pagos	24,7	48,7	45,1	44,4	72,5	127,2	87,4
Juros nominais pagos (% do PIB)	4,9	7,5	5,8	5,14	8,07	13,14	8,8

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil.

Já a tabela 14 apresenta o pagamento de juros da dívida pública como proporção do PIB e do investimento total. Pode-se fazer duas conclusões a partir dessas informações. Em primeiro lugar, os encargos financeiros sobre a dívida pública foram crescentes entre 1990 e 1999. Em segundo lugar, uma parcela crescente de recursos foi destinada ao pagamento de juros da dívida pública, em relação ao que poderia ser gasto com investimentos.

O discurso oficial, além da tese contrafactual que apresenta os gastos públicos ordinários como principais responsáveis pelo crescimento da dívida pública, apresentou o discurso do plano de privatizações como a forma de reduzir o endividamento público. A receita auferida com as privatizações federais e estaduais, em um dos maiores programas de privatizações que se tem notícia na história da economia mundial, foi de US\$ 87 bilhões. Esse valor é ridículo frente aos US\$ 410 bilhões que equivalem ao crescimento absoluto da dívida líquida do setor público entre 1994 e 2000, e representam apenas 15% do valor total dessa dívida em 2000.

Na verdade, o crescimento da dívida pública não é tão grave quando decorre de investimentos em setores prioritários, do não pagamento de seus atrasados, e/ou é acompanhado de um crescimento da renda ao menos proporcionalmente. Entretanto, a experiência brasileira dos anos 90 mostra que a explosão da dívida pública não foi acompanhada nem de aumento de investimentos e muito menos de um crescimento econômico consistente, ao mesmo tempo em que os pagamentos dos seus encargos financeiros foram sempre honrados.

Tabela 14 - Juro, Investimento e Crescimento, 1990-2000 (%)

Ano \ Indicador	Pagamento de juros da dívida pública / PIB	Pagamento de juros da dívida pública / investimento
1990	3,3	16,3
1991	1,5	8,3
1992	4,4	23,9
1993	2,4	12,4
1994	3,9	18,8
1995	5,2	25,4
1996	3,7	19,2
1997	3,4	17,1
1998	7,5	38,3
1999	6,3	33,3
2000	4,7	25,0

Fonte: Gonçalves e Pomar (2002: 69).

É dessa forma que o superendividamento público acompanha o déficit crônico das contas externas na constituição de uma inviabilidade estrutural que caracterizou a vulnerabilidade externa da economia brasileira nos anos 90.

5. Restrição Estrutural Externa ao Crescimento

Em um estudo patrocinado pelo BID, Fernández-Arias e Montiel (1998: 115), depois de fazer uma exaltação às reformas estruturais neoliberais, se perguntaram: "por qué, entonces, América Latina no experimentó una aceleración más pronunciada de crecimiento en 1991-95?". Poder-se-ia perfeitamente fazer uma extensão temporal da pergunta até os dias atuais.

A resposta não poderia ser mais risível! Segundo eles, para que o crescimento fosse mais acelerado seriam necessárias duas coisas: (i) aprofundar as reformas de acordo com as pautas já estipuladas; e (ii) aumentar a extensão das mesmas. Com maior intensidade e com um caráter mais extenso, a resposta estaria em uma maior dosagem do mesmo remédio.⁹

⁹ Easterly et al. (1997) afirmam veementemente que, após analisar dados que cobrem um período extremamente restrito (até 1993), o crescimento na América Latina pós-reformas não foi decepcionante. Algum tempo depois, Easterly (2001) foi obrigado a admitir, pela força dos fatos, que tanto a década de 80 quanto a de 90 foram perdidas para os países dessa região.

O problema é que a implementação dessa terapia, ainda que em doses "homeopáticas", ao menos para a concepção convencional, já provocou uma séria restrição externa ao crescimento. A necessidade crescente de financiamento externo para cobrir os déficits provocados pela abertura comercial e financeira, agravados pelo período de sobrevalorização cambial, "...direcionou o tempo todo a política de juros do Governo, que serviu para atrair capitais de curto prazo e, ao mesmo tempo, limitar o crescimento das atividades econômicas, como forma de reduzir as importações e, assim, diminuir o déficit da balança comercial" (Filgueiras, 2000: 168).

Ainda que a implementação das reformas neoliberais no Brasil não tenha seguido a seqüência ótima propugnada pela teoria convencional, e recomendada pelo Consenso de Washington¹⁰, o importante a ressaltar é que a idéia de que só através dessas reformas (dentre as quais o processo de abertura externa) é que a economia brasileira iria obter um novo regime com altas taxas de crescimento, e redução da concentração da renda, sempre esteve presente na opção de desenvolvimento adotada na década de 90. Assim, com seqüência ótima ou não, o fato é que as políticas econômicas do período pertencem à tradição neoliberal, por mais que seus formuladores procurem dissimular.

Os resultados dessas políticas repetiram os obtidos pelas experiências latino-americanas anteriores. Entre 1995 e 2000 o déficit comercial totalizou US\$ 25,5 bilhões que, somados aos US\$ 148,1 bilhões de déficit na conta de serviços, redundaram em um déficit em transações correntes de US\$ 158,3 bilhões entre 1995 e 2000. Esse crônico déficit externo colocou a necessidade de um crescente financiamento externo, que se traduziu em um substancial crescimento do endividamento externo (a dívida externa cresceu 184% entre 1989 e 2000) e no grande diferencial entre as taxas de juros internas em relação às internacionais, diferença necessária para a atração dos capitais forâneos. Este último aspecto, além de contribuir para o aumento da dívida pública (a dívida líquida do setor público apresentou uma elevação de 267% entre 1994 e 2000), definiu uma situação de restrição ao crescimento da economia do país.

Estes problemas de balanço de pagamentos, aliados à incapacidade do governo em saldar suas contas, reduziram a credibilidade externa do país, o que redundou em uma situação de fuga de capitais já no segundo semestre de 1998, conformando a crise cambial de janeiro de 1999.

Este quadro parece confirmar a validade da visão crítico-conjuntural no que diz respeito à restrição externa ao crescimento que o país viveu ao longo da década de 90, assim como no que se refere à explicação da crise cambial de 1999. Para esta perspectiva, os problemas externos teriam origem na sobrevalorização do câmbio real, provocada pela adoção de regimes de câmbio (quase) fixos. A correção desses problemas, portanto, deveria surgir com a aceleração no ritmo das desvalorizações cambiais, assim que alterados os regimes cambiais. Tudo estaria resumido, para esta visão, a um problema de distorção na taxa de câmbio real.

¹⁰ Seguindo esta perspectiva, a liberalização da conta de capital deveria suceder a abertura comercial. Antes do processo de abertura externa, um ambiente macroeconômico estável deveria ser a regra, para o qual uma política de estabilização seria necessária.

Entretanto, os dados e indicadores apresentados neste trabalho demonstram que os problemas de vulnerabilidade externa da economia brasileira na década de 90 não são consequência meramente de uma distorção de preços relativos refletidos na taxa de câmbio, mas refletem um caráter mais estrutural.

Em primeiro lugar, é inquestionável que os substanciais déficits na balança comercial guardam uma relação estreita com a sobrevalorização do câmbio real que ocorreu no período 1992-1998. Entretanto, a adoção do regime de bandas para o câmbio, no contexto da implementação do Plano Real, não foi o único responsável pela sobrevalorização, uma vez que esta já vinha se efetivando desde 1992, justamente por causa da maciça entrada de capitais que se seguiu ao início do processo de abertura e liberalização financeiras. Por outro lado, o processo de abertura comercial provocou uma verdadeira mudança estrutural na economia brasileira. Reforçado pela valorização do câmbio, este processo levou a um brutal crescimento das importações, que não foi seguido da elevação das exportações, conforme pregavam as teses ortodoxas. Com isso, a demanda tendeu a se deslocar dos produtos domésticos para os produtos importados, incrementando a propensão a importar da economia e intensificando a restrição externa ao crescimento, que se manifestou, ao longo da década, no clássico movimento de *stop and go*.

Em segundo lugar, não se pode desprezar o substancial déficit da conta de serviços, responsável por grande parte do déficit crônico em transações correntes que o país apresentou na década de 90. A abertura financeira e ao capital estrangeiro (investimento externo direto e de portfólio), ao mesmo tempo que aliviavam no curto prazo os problemas do balanço de pagamentos, recolocavam o problema para períodos posteriores, na medida em que redundaram no acréscimo do passivo externo (estoque da dívida externa e de capital estrangeiro) e do seu serviço (serviço da dívida externa acrescido da remessa de lucros e dividendos). Portanto, a contínua e crescente necessidade de financiamento externo obrigou a manutenção de altos diferenciais entre os juros domésticos e os internacionais, definindo a restrição externa que impediu o crescimento da economia brasileira ao longo dos anos 90.

6. Conclusão

Este estudo constatou que o processo de abertura externa no Brasil dos anos 90 levou a uma situação de acréscimo da vulnerabilidade externa de sua economia, expressa tanto nos desequilíbrios de fluxo (balanço de pagamentos e serviço do passivo externo) como nos de estoque (passivo externo e endividamento público). Portanto, o país defrontou-se com uma restrição externa estrutural ao crescimento.

Ocorreu, também, a majoração da probabilidade de reversão de expectativas dos investidores internacionais, o que redundou em crises cambiais recorrentes, com sérias implicações financeiras, como ocorreu em 1995, 1999 e em 2002, às vésperas da eleição presidencial. Estas crises, ao contrário do que acredita a visão crítico-conjuntural, não são meramente fruto do desequilíbrio na taxa de câmbio real. Este último é apenas mais uma consequência de um problema mais estrutural/rígido, dado pelos desequilíbrios nas contas externas, oriundos do processo de abertura externa implementado na década de 90.

Assim, como resultado da liberalização e da desregulamentação, o Brasil entra no século XXI mergulhado em uma trajetória de instabilidade e crise, para as quais a mera administração burocrática e conservadora das políticas monetário-cambial e fiscal não pode apresentar solução.

Referências

- CANO, W. 2000. *Soberania e Política Econômica na América Latina*. São Paulo: Editora UNESP.
- DELFIN NETTO, A. 1997. O Plano Real e a armadilha do crescimento econômico. In: MERCADANTE, A. (org.). *O Brasil Pós-Real: a política econômica em debate*. Campinas: IE-Unicamp.
- DOS SANTOS, T. 2000. *A Teoria da Dependência: balanço e perspectivas*. Rio de Janeiro: Ed. Civilização Brasileira.
- EASTERLY, W. 2001. The Lost Decades: developing countries' stagnation in spite of policy reform 1980-1998. *Journal of Economic Growth*, 6, June: 135-157.
- _____; LOAYZA, N.; MONTIEL, P. 1997. Has Latin America's Post-Reform Growth been Disappointing? *Journal of International Economics*, 43, n.3/4, november: 287-311.
- FERNÁNDEZ-ARIAS, E.; MONTIEL, P. 1998. Reforma Económica y Crecimiento en América Latina durante la década de 1990. In: BID, América Latina Después de las Reformas, *Pensamiento Iberoamericano*, vol. extraordinario, Madrid.
- FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. 2002. The Legacy of the Real Plan and an Alternative Agenda to the Brazilian Economy. *V Jornada de Economia Política do Capitalismo Contemporâneo*, 11 a 13 de dezembro. Nova Friburgo: Sociedade Brasileira de Economia Política.
- FILGUEIRAS, L. A. M. 2000. *História do Plano Real: fundamentos, impactos e contradições*. São Paulo: Boitempo Editorial.
- GONÇALVES, R. 1997. Desestabilização Macroeconômica e Incertezas Críticas: o governo FH e suas bombas de efeito retardado. In: MERCADANTE, A. (org.). *O Brasil Pós-Real: a política econômica em debate*. Campinas: IE-Unicamp.
- _____. 1999. *Globalização e Desnacionalização*. São Paulo: Ed. Paz e Terra.
- _____. 2002. *Vagão Descarrilhado: o Brasil e o futuro da economia global*. Rio de Janeiro: Ed. Record.
- _____; POMAR, V. 2002. *A Armadilha da Dívida: como a dívida pública interna impede o desenvolvimento econômico e aumenta a desigualdade social*. São Paulo: Ed. Fundação Perseu Abramo.
- LAPLANE, M.; SARTI, F. 1997. IDE e a retomada do crescimento sustentado nos anos 90. *Economia e Sociedade*. Campinas, (8): 143-181, junho.
- MARINI, R. M. 2000. *Dialética da Dependência: uma antologia da obra de Ruy Mauro Marini*. In: SADER, E. (org.). Petrópolis: Ed. Vozes.
- MEDEIROS, C. A.; SERRANO, F. 2001. Inserção externa, exportações e crescimento no Brasil. In: FIORI, J. L.; MEDEIROS, C. A. (orgs.). *Polarização Mundial e Crescimento*. Petrópolis: Ed. Vozes.
- PAINCEIRA, J. P.; CARCANHOLO, M. D. 2002. Abertura financeira e vulnerabilidade externa na América Latina: os impactos sobre Brasil, México e Argentina na década de 90. *Anais do VII Encontro Nacional de Economia Política*, 28 a 31 de maio. Curitiba: Sociedade Brasileira de Economia Política.

Resumo: Este trabalho pretende analisar os impactos sobre o crescimento econômico da economia brasileira nos anos 90, após a implementação de uma estratégia neoliberal de desenvolvimento ao longo dessa década. Em termos específicos, objetiva-se mostrar que a abertura comercial e a liberalização financeira externa provocaram o aumento da fragilidade financeira e da vulnerabilidade da economia do país, definindo uma restrição externa ao crescimento ao longo do período, e uma maior suscetibilidade à ocorrência de crises de balanço de pagamentos. Isso será feito observando indicadores tradicionais de vulnerabilidade externa para o Brasil dos anos 90.

Palavras-chave: liberalização econômica, abertura externa, crescimento, vulnerabilidade externa, economia brasileira.

Códigos JEL: F32, F43, O11, O54.

Abstract: The aim of this paper is to analyse how the neoliberal policies implemented in Brazil during the 90's affected the country's economic growth. More specifically, it will be discussed how trade and financial liberalization caused an increasing financial fragility and economic vulnerability in Brazil, posing an external constraint to economic growth during the last decade and increasing the probability of balance of payment crisis. This will be done by observing some indicators of external vulnerability in Brazil during the 90's.

Key words: economic liberalization, external openness, economic growth, external vulnerability, brasilian economy.

JEL Codes: F32, F43, O11, O54.