

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA

**Vulnerabilidade Externa – Análise da Evolução da  
Balança de Pagamentos e do Passivo Externo Líquido  
Brasileiro Pré-Crise de 2008**

DIOGO SENNA CANONGIA  
matrícula nº: 106030559

ORIENTADOR: Prof. Ricardo Summa

DEZEMBRO 2011

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA

**Vulnerabilidade Externa – Análise da Evolução da  
Balança de Pagamentos e do Passivo Externo Líquido  
Brasileiro Pré-Crise de 2008**

---

DIOGO SENNA CANONGIA  
matrícula nº: 106030559

BANCA EXAMINADORA

PROF. ORIENTADOR. RICARDO SUMMA  
PROF. EDUARDO FIGUEIREDO BASTIAN  
PROF. CARLOS PINKUSFELD MONTEIRO DE BARROS

DEZEMBRO 2011

*As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor*

## **RESUMO**

Este trabalho busca desenvolver a discussão sobre alguns dos possíveis fatores e indicadores de vulnerabilidade externa presentes nas economias. Para isso veremos alguns dos principais conceitos relativos às contas externas e as relações mais importantes que são observadas pelos autores no sentido de buscar mensurar se um país está mais ou menos frágil a eventuais choques externos. Além disso, este trabalho pretende analisar, no caso do Brasil, as transformações ocorridas em alguns destes indicadores ao longo dos anos posteriores a sua abertura financeira que nos ajude a compreender a resposta positiva que a economia brasileira teve após a crise de 2008.

# ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>5</b>
<b>CAPÍTULO I – O CONCEITO DE VULNERABILIDADE EXTERNA E SUAS POSSÍVEIS FONTES. ..</b>	<b>7</b>
I.1 – DÍVIDA EXTERNA .....	8
I.2 – RESERVAS INTERNACIONAIS .....	9
I.3 – PASSIVO EXTERNO LÍQUIDO.....	11
I.4 – TRANSAÇÕES CORRENTES.....	14
<b>CAPÍTULO II – CRESCIMENTO E INDICADORES DE VULNERABILIDADE .....</b>	<b>16</b>
II.1 – O CICLO ENDÓGENO E OS CICLOS DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL.....	16
II.2 – EXPORTAÇÕES .....	20
II.3 – O PASSIVO EXTERNO LÍQUIDO.....	22
<b>CAPÍTULO III – A EVOLUÇÃO DA BALANÇA DE PAGAMENTOS E DOS INDICADORES BRASILEIROS PRÉ-CRISE DE 2008.....</b>	<b>27</b>
III.1 – CONTEXTUALIZAÇÃO: A ABERTURA ECONÔMICA E O REGIME DE CÂMBIO FLUTUANTE.....	27
III.2 - EXPORTAÇÕES.....	30
III.3 – O PASSIVO EXTERNO LÍQUIDO. ....	35
<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>46</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>49</b>

## INTRODUÇÃO

O Brasil, ao longo de sua história, sempre se mostrou extremamente sensível a grandes crises internacionais. Vimos, entretanto, que diante da última global, iniciada em 2008 nos EUA, o Brasil teve um desempenho bastante positivo, refletido por alterações relativamente baixas e rapidamente revertidas nas principais variáveis relevantes, como o PIB, inflação, câmbio, etc.

Dessa forma, este trabalho se propõe a localizar e analisar o motivo desta drástica mudança de resposta brasileira aos problemas internacionais. A Balança de Pagamentos, assim como os estoques de dívida e de reservas internacionais tem papel fundamental nessas questões, e buscaremos analisar sua evolução nos últimos anos, em especial a partir de 1999, quando a mudança do regime cambial, aliada a gradual abertura econômica aos capitais estrangeiros, e ao regime de metas de inflação, faz surgir um cenário em que a vulnerabilidade externa começa a se retrair.

Uma análise mais dedicada ao Balanço de Pagamentos como um todo, no entanto, mostra que as transações correntes não sofrem grandes alterações. A Balança Comercial, embora tenha sofrido melhora nas últimas décadas, apresenta ainda uma importância muito grande no comércio de commodities, cujo preço internacional é mais volátil e, portanto capaz de sofrer elevada alteração decorrente de crises. A Balança de Serviços e, em especial a conta de rendas, por outro lado, é historicamente deficitária no Brasil, perfil que segue relativamente inalterado. Dessa forma, fica a cargo da conta financeira, e conseqüentemente da composição do estoque do passivo externo líquido, da evolução da dívida externa e das reservas internacionais, o principal ponto de alteração, onde esperamos encontrar os indicadores mais relevantes e o motivo para que tenhamos tido uma situação de baixa fragilidade.

Buscaremos, neste trabalho, inferir que a resposta positiva do Brasil às crises mais recentes é resultado de aspectos relativamente específicos em sua Balança de Pagamentos (apoiada por uma mudança no perfil do passivo externo líquido e por um fluxo de capitais cuja melhora e manutenção está apoiada em grande parte nos altos juros internos), sem que tenha havido mudança expressiva de sua inserção no mercado internacional ou dos perfis das Balanças Comercial e de Serviços.

O primeiro capítulo irá tratar de uma discussão teórica acerca dos conceitos relevantes utilizados ao longo deste trabalho. No segundo capítulo discutiremos a capacidade de crescimento aliada à inserção internacional dos países, e como é possível buscar esse crescimento ao mesmo tempo em que o país pode se preparar para eventuais problemas de restrição externa. Para isso, nos atentaremos a questão dos indicadores de vulnerabilidade, através das relações entre os estoques de capital (passivo e ativo externo) e outras variáveis relevantes, como o PIB e as exportações. No terceiro capítulo nos dedicaremos aos dados referentes à Balança de Pagamentos do Brasil. Esperamos aqui mostrar a evolução dos indicadores de vulnerabilidade a partir do início da flutuação cambial do real, em 1999, e ainda demonstrar que não houve grande alteração em seu perfil. Segue um diagnóstico com o qual pretendemos explicar o bom desempenho brasileiro após a crise iniciada em 2008. Ao fim faremos uma breve conclusão sobre a hipótese proposta e os dados analisados, visando confirmar se os objetivos foram alcançados.

## **CAPÍTULO I – O Conceito de Vulnerabilidade Externa e suas Possíveis Fontes.**

Existe hoje uma grande interdependência comercial e financeira entre a grande maioria dos países do mundo. Dessa forma, um país de economia aberta, inserido no mercado global, está sujeito a acontecimentos internacionais que podem ser, e em geral são, responsáveis por flutuações nas suas variáveis internas (como o produto, o câmbio e a inflação).

Em determinadas circunstâncias, os problemas, pressões ou choques nos mercados externos, podem iniciar uma reação em cadeia capaz de gerar graves crises domésticas, afetando negativamente todos os agregados econômicos internos. Quanto mais um determinado país estiver sujeito a esse contágio em relação às crises internacionais, maior sua fragilidade ou vulnerabilidade externa.

“A vulnerabilidade é a probabilidade de resistência a pressões, fatores desestabilizadores e choques externos”. (VAN NOIJE, 2011 apud GONÇALVES, 1999).

A partir do final da década de 1970, diversos países em desenvolvimento começaram a utilizar regimes de âncora cambial (com um câmbio nominal administrado) como meio de controle contra processos de alta inflação. A eficácia desse programa, no entanto, era acompanhada por um processo de aumento da vulnerabilidade a choques externos por uma série de canais: a valorização real da taxa de câmbio, déficits comerciais crescentes (devido ao câmbio elevado e ao aquecimento da economia) além de elevados superávits na conta financeira. Em outras palavras o aumento da vulnerabilidade externa das economias submetidas à âncora cambial decorre da combinação de maior endividamento externo com deterioração dos indicadores de comércio exterior (Herman, 1999)

Ao fim da década de 1990, explodiram crises em diversos países do leste asiático, tendo se exteriorizado para a Rússia, o Brasil e a Argentina, entre outros. Através do fenômeno



que ficou conhecido como contágio, um efeito dominó causado por uma crise geral de confiança, foi flagrada a alta vulnerabilidade externa desses países que tiveram que, por fim, aceitar a liberalização da flutuação cambial. (KRUGMAN e OBSTFELD, 2009).

Nesse contexto, devemos analisar os canais pelos quais uma crise internacional é capaz de afetar os mercados internos, de forma que possamos entender os indicadores de vulnerabilidade e as escolhas de política dos países no sentido de estarem preparados para evitar, ou atenuar tais crises, de modo a tentar não repetir esses erros do passado.

Em primeiro lugar devemos conceituar os principais agregados econômicos relevantes, a saber: a Dívida Externa, as Reservas Internacionais e o Passivo Externo Líquido. Característica fundamental desses valores, é que se tratam de estoques, portanto não estão incorporados a Balança de Pagamentos (que trata de fluxos), mas atuam como complementares na formulação de políticas (VAN NOIJE, 2011).

Devemos também conceituar e analisar a face produtiva da Balança de Pagamentos, as transações correntes, onde são computadas as exportações e importações de bens e serviços, aqui inclusas as rendas. Veremos como também aqui pode haver um canal de contágio de crises a partir de choques externos.

### ***1.1 – Dívida Externa***

A dívida externa de um país mede o estoque líquido da dívida denominada em moeda estrangeira. Dessa forma, embora esteja inteiramente contabilizada no passivo externo, como veremos, fica de fora do seu conceito o investimento direto (líquido) e os investimentos em ações e rendas fixas denominados em reais.

Como se sabe da experiência internacional, passivos denominados em moeda doméstica são bem mais confortáveis em momentos de crises externas, tendo em vista que seu valor de mercado em moeda estrangeira costuma reduzir-se automaticamente em tais situações, enquanto a dívida externa, em oposição, tende a aumentar, o que vem a ser grande desvantagem no que diz respeito à vulnerabilidade externa. (CYSNE, 2008).

Quando o país tem uma dívida em moeda doméstica (inclusa no passivo externo líquido, quando adquirida por não residentes), uma das formas de quitá-la é a simples emissão monetária, já que a dívida está denominada num ativo produzido pelo próprio governo. Daí surge a ideia que um país não é capaz de “quebrar” em sua própria moeda. Para o pagamento de dívida externa, por outro lado, é necessário que se tenha dólares disponíveis (sob a forma de reservas internacionais ou resultado das exportações). Outra possibilidade é a contração de um novo empréstimo frente a uma instituição financeira com uma nova data de vencimento, honrando sua dívida anterior. Esse instrumento de aquisição de novos créditos para o pagamento dos anteriores é conhecido por rolagem da dívida - e ocorre tanto para a dívida pública e privada em moeda doméstica, quanto para a dívida externa, embora seja crítico somente no caso da dívida externa. É nesse contexto que pode surgir uma crise de liquidez, quando os credores se recusam a rolar dívidas que vencem num determinado período. A recusa do rolamento dessas dívidas externas pode fazer com que o estoque total de crédito não-renovado apareça como uma grande fuga de capital, sob a forma da utilização e deteriorização das reservas cambiais (SERRANO E MEDEIROS, 2003). Comparando os dois tipos de dívida observados, o risco do chamado *default* acompanha apenas a dívida externa, ou seja, o país acaba declarando a falência ou moratória porque não possui os recursos (divisas internacionais) para pagá-la, nem consegue adquiri-los no mercado financeiro.

Uma questão fundamental que surge desses conceitos é que não é apenas o tamanho do estoque da dívida que nos interessa para análise, mas também os períodos de maturação da mesma, uma vez que, no caso de não ser possível rolar a dívida com vencimento próximo, as instituições financeiras devem estar preparadas para honrar seus compromissos, sob o risco de passarem por uma crise de liquidez. Daremos maior atenção a esta análise da questão das dívidas de curto e longo prazo no próximo capítulo.

## ***1.2 – Reservas Internacionais***

Reservas internacionais são definidas como ativos externos controlados pelas autoridades monetárias e prontamente acessíveis para: financiar diretamente eventuais desequilíbrios externos; regular indiretamente a magnitude desses desequilíbrios através da intervenção no mercado de câmbio afetando a taxa corrente; e/ou para outros propósitos (FMI, 2000). Em outras palavras, as reservas internacionais são o total de moeda e ativos

estrangeiros (em especial dólares) mantido pelas autoridades monetárias com o propósito de manter a estabilidade na Balança de Pagamentos. Quando esta é superavitária, o BC acumula reservas, que são utilizadas nos casos em que se faz necessário suprir os déficits. Outra função de uso de reservas é a prevenção contra ataques especulativos a moeda ou grandes variações no câmbio, buscando a manutenção de seu valor num determinado patamar, sem que haja maior volatilidade. Assim, quando especuladores do mercado financeiro tentam provocar alterações no valor da moeda doméstica em relação ao dólar, o BC pode usar as reservas para neutralizar esses movimentos.

A definição de reservas internacionais utilizada pelo banco central está de acordo com o conceito de liquidez internacional, nomenclatura adotada pelo FMI. São deduzidos em cada período os ajustes relativos às (des)valorizações das moedas estrangeiras e do ouro em relação ao dólar americano e os ganhos/perdas relativos a flutuações nos preços dos títulos, de acordo com os parágrafos 424 e 436 da quinta edição do Manual de Balança de Pagamentos do FMI, (1993).

Em estudo feito pelo FMI, 2003 junto a diversos países, estão listados alguns de seus principais objetivos na manutenção de suas reservas internacionais. Eles afirmam que buscam manter a capacidade de intervenção no mercado para poderem se prevenir de crises, assim como adquirir confiança dos agentes. Além disso, utilizam suas reservas como ferramenta para políticas de câmbio, seja em regime fixo ou flutuante. No caso dos países que adotam regime de câmbio flutuante, embora seja mais rara a necessidade de uma atuação efetiva, afirmam que as reservas são importantes para evitar grande volatilidade no valor da moeda, assim adotam o regime chamado de flutuação suja, pois um regime de flutuação limpa implica em não haver a acumulação ou perda sistemática de reservas.

As reservas internacionais, no entanto, também possuem um custo de carregamento (na nomenclatura do FMI – “carrying cost”), representado por um custo fiscal. Quando a autoridade monetária toma a decisão de aumentar suas reservas, ela necessita da captação de recursos no mercado interno, portanto promove o aumento da dívida pública. No entanto, devemos destacar o fato de que o aumento da dívida doméstica é irrelevante para a possibilidade de uma crise de liquidez, uma vez que é denominada em moeda doméstica, na qual, como vimos não há o risco de default. Dessa forma a estratégia torna-se justificada,

quando observamos que o governo adquire uma dívida interna para prevenir-se contra choques externos que possuem o risco de default.

Embora controverso, podemos observar em Cavalcanti e Vonbun (2007) outra possibilidade de análise do custo de carregamento, que seria calculado pelo custo de oportunidade dado pelo diferencial da taxa de juros obtida na aplicação de reservas no mercado internacional e uma possível taxa de retornos sociais mais elevados, se utilizadas de outras formas, como para o investimento ou amortização da dívida. Além disso, propõem-se a discutir a possibilidade de se calcular um nível ótimo de reservas<sup>1</sup>, onde são confrontados os custos e benefícios dos diferentes níveis de reservas, ou seja, haveria um determinado estoque de reservas a partir do qual os custos superariam os benefícios. Apesar disso, é difícil precisar o verdadeiro potencial de saída de divisas ou de perda em termos sociais da manutenção de reservas elevadas e a discussão carece de dados, como apontam os próprios autores.

### ***1.3 – Passivo Externo Líquido***

O conceito de Passivo Externo Líquido é um pouco mais completo que os conceitos estudados até o momento, incorporando em sua conta tanto a dívida externa quanto as reservas internacionais, e adicionando a eles, ainda, outros estoques de capitais, notadamente os investimentos diretos estrangeiros, doravante “IDE”, e investimentos em portfólio.

O passivo externo líquido caracteriza-se pelo saldo líquido dos investimentos estrangeiros diretos, investimentos em ações, títulos de renda fixa, derivativos além de créditos comerciais e empréstimos (CYSNE, 2008). Nas palavras de Van Noije, 2011, é a diferença entre os estoques de ativo externo bruto e passivo externo bruto, incluindo investimento direto, em portfólio, em derivativos e outros.

O ativo externo bruto inclui os investimentos de residentes brasileiros no exterior, como o investimento direto, em carteira, derivativo e outros, além dos ativos de reservas da autoridade monetária

---

<sup>1</sup> Para o cálculo do nível ótimo de reservas segundo esta visão, ver Cavalcanti e Vonbun, (2007)

Já observamos que a dívida externa (assim como a dívida em moeda doméstica) pode ser de curto ou longo prazo. O passivo externo bruto, por sua vez, também possui ambas as denominações. A dívida de curto prazo, somamos o investimento externo de portfólio, pois constituem-se em fluxos de maior volatilidade (CARNEIRO, 2002) e obtemos o assim chamado passivo externo bruto de curto prazo. Os compromissos de curto prazo, como aqui conceituados, possuem maior potencial desestabilizador segundo (GENTIL e ARAUJO, 2011). Por sua vez, no passivo externo bruto de longo prazo estão inclusos, além da dívida de longo prazo, os investimentos diretos estrangeiros. Segundo Gentil e Araujo os compromissos de longo prazo também exercem pressão sobre as reservas, embora em menor escala e são potencialmente menos desestabilizadores. Esta pressão se dá pelo fato de que mesmo a dívida de longo prazo deve ser amortizada ou rolada, além disso, não se deve descartar a hipótese de repatriação de parte dos investimentos diretos (GENTIL e ARAUJO, 2011).

Quando analisamos esta questão, da composição do passivo externo bruto, além da questão do prazo, mais uma consideração deve ser feita no que diz respeito à diferença entre o investimento direto estrangeiro e a dívida. Uma vez que cada um remete um valor diferente de divisas ao exterior, sob a forma de remessa de lucros ou dividendos e juros (cujas taxas são diferentes), respectivamente, o custo real associado ao passivo externo deve ser ponderado entre eles, (SERRANO e MEDEIROS, 2003). O custo da dívida trata-se da taxa dos juros aplicados a ela (e nos casos em que está atrelada a moeda estrangeira, da variação cambial), enquanto o custo do investimento direto, por sua vez, é um pouco mais complicado, pois do total do lucro, há uma parte remetida a matriz e uma parte reinvestida no setor. Devido a esse reinvestimento, o custo do IDE geralmente é considerado mais baixo que o da dívida e, portanto, é preferível que represente um percentual maior do passivo externo bruto. No entanto, ressaltamos que o custo do IDE, na verdade, poderia ser maior que o custo da dívida (SERRANO e MEDEIROS, 2003 apud KREGEL, 1996). Isso ocorre porque, em geral, a taxa de lucro é maior que a taxa de juros, e porque o reinvestimento, de fato, aumenta a possibilidade de repatriação futura (o que geraria um maior fluxo negativo de capital). Resulta disso, que o custo do investimento direto pode não ser imediato. Este estaria sendo acumulado ao longo do tempo, até um momento em que a matriz possa tomar a decisão de remeter uma parcela maior dos lucros, que poderia superar os juros da dívida, ou mesmo desapropriar-se de seus bens. Por esse motivo, o reinvestimento deveria ser considerado no Balanço de

Pagamentos como um novo IDE, ao invés de reduzido dos fluxos anteriores (SERRANO e MEDEIROS, 2003 apud KREGEL 1996).

Voltamos nossa análise agora à chamada Posição Internacional de Investimentos, doravante PII, denominada conforme a quinta edição do Manual do Balanço de Pagamentos do FMI (1993) que utiliza pela primeira vez este conceito como uma estatística importante a ser computada pelas contas internacionais dos países. A PII corresponde aos estoques dos componentes da conta financeira do Balanço de Pagamentos somados aos ativos de reservas (FMI, 2003). De fato, trata-se do valor do Passivo Externo Líquido com sinal trocado (CYSNE 2008). Ponto mais importante nessa nova denominação do FMI, é que agora são contadas na PII as reavaliações dos ativos e passivos internacionais, antes contabilizados como fluxos no Balanço de Pagamentos. Isso significa que ao final de cada período contábil, o estoque de passivo externo líquido não absorve apenas os fluxos de financeiros, mas também as (des)valorizações dos ativos (VAN NOIJE, 2011).

Um aspecto particularmente importante da posição internacional de investimentos, fundamental no contexto da vulnerabilidade, é que, como já afirmamos, há um custo de manutenção associado a ele. O passivo externo bruto, seja ele de curto ou longo prazo, é responsável por uma saída de divisas na forma de renda (remessa de lucros, juros, dividendos) que é computada pela balança de serviços. Esta, por sua vez, pode não ser compensada pelos ingressos provenientes da rentabilidade dos ativos externos, de modo que haja uma “renda líquida enviada ao exterior”. Podemos considerar, portanto, que um importante fator de vulnerabilidade externa se dá pelos desequilíbrios entre os estoques de passivo e ativo externo, que geram fluxos de rendas registrados na BP que condicionam as estratégias do lado real e financeiro, uma vez que estes precisam gerar divisas para fazer frente aos desequilíbrios (VAN NOIJE, 2011).

É importante ressaltar que mesmo um país que possui um estoque de ativo externo maior que seu estoque de passivo (e um passivo externo líquido negativo) pode ter que enviar renda ao exterior, caso o custo de seu passivo externo bruto exceda em rentabilidade os ganhos do ativo. Por esse motivo, não apenas a magnitude do ativo e do passivo externos, mas também suas rentabilidades são condicionantes dos fluxos da Balança de Pagamentos.

Quando essa rentabilidade for negativa, de modo que haja efetivamente renda líquida enviada ao exterior, e esse desequilíbrio não for compensado no total da conta corrente, cria-se uma “circularidade” no BP (VAN NOIJE, 2011). A manutenção de uma posição internacional de investimentos negativa que causa uma saída de rendas está diretamente relacionada ao aumento do passivo externo líquido e, portanto à realimentação do processo (GENTIL e ARAUJO, 2011).

#### ***1.4 – Transações Correntes***

A outra face da Balança de Pagamentos, além da financeira, cujos estoques foram discutidos até aqui, trata-se das transações dos setores produtivos, tanto de bens – a Balança Comercial – como da Balança de Serviços – aqui inclusos os serviços da dívida e as remessas de lucros, entre outros.

Efetivamente, a conta financeira (os fluxos de capitais e variações de reservas) da Balança de Pagamentos surge no sentido de equilibrar os déficits e superávits ocorridos na conta corrente. A contabilidade da BP usa o chamado “princípio das partidas dobradas” (KRUGMAN e OBSTFELD, 2009). Isso significa que todos os valores computados devem se anular, de modo que o resultado final do Balanço seja zero. Cada lançamento contábil feito na Balança deve ser lançado duas vezes, um como crédito e outro como débito. Qualquer diferença entre o resultado líquido das contas correntes e de fluxos de capital, portanto, deverá ser computada como uma variação nas reservas internacionais. Dessa forma, desequilíbrios criados nas contas correntes devem ser compensados, seja pela variação nos ativos (por exemplo, nas reservas), ou no passivo externo bruto (dívida ou investimento direto/portfólio).

A conclusão que tiramos desses conceitos é de que também da conta corrente e seus possíveis desequilíbrios, seremos capazes de analisar e obter indicadores que nos ajudem a identificar se um país está em situação internacional confortável, ou se eventuais choques e crises externas podem encontrar aqui canais por onde iniciariam uma crise doméstica. Para esclarecer esse fato, podemos usar um exemplo simples: se a pauta de exportação de um país estiver pouco diversificada (por exemplo, o Brasil no período em que o café era seu principal produto vendido no exterior) e houver uma inesperada queda no preço internacional de seus

principais produtos, a entrada de divisas via exportação se deteriora criando um déficit e um grave desequilíbrio nas transações correntes. Esse desequilíbrio deve ser compensado através, por exemplo, da aquisição de dívida ou diminuição das reservas. Isso pode gerar tanto uma crise de liquidez – a recusa dos agentes internacionais em concederem crédito – quanto uma crise cambial através do possível esgotamento de reservas internacionais.

Dito isso, uma ressalva importante que deve ser feita a despeito da conta corrente, no que diz respeito à discussão de vulnerabilidade externa, é em relação ao balanço de serviços. Aqui estão computadas, entre outras contas, as rendas enviadas e recebidas do exterior, sob a forma de juros, remessas de lucros, dividendos, etc. Em outras palavras, podemos dizer que, grosso modo, a conta de rendas do balanço de serviços trata-se de um ônus referente ao estoque de passivo externo líquido. Nesse contexto, podemos inferir que, quanto maior o passivo externo líquido (não importando aqui se IDE, investimento em portfólio, dívida etc. ou se fixado em moedas internacionais ou domésticas, embora cada um tenha um custo diferente associado), naturalmente maior deverá ser a renda líquida enviada ao exterior e, conseqüentemente, maior o desequilíbrio criado na balança de serviços. Esse desequilíbrio, como já afirmamos, deverá ser compensado pelo superávit na balança comercial, ou por novo aumento do passivo líquido externo (por exemplo, via redução de reserva ou contração de dívidas) que gera o problema da circularidade, também já mencionado.

Além disso, em relação ao custo do passivo externo, podemos também analisar seu reflexo na possibilidade de crescimento doméstico. O problema que surge, nesse sentido, é de que o custo do passivo, quando surge como um déficit na conta de rendas, será responsável pela absorção de uma parcela da entrada de divisas gerada pelas exportações, o que diminui, portanto, o espaço para importação de bens e serviços, capazes de gerar produção interna efetiva (CARNEIRO, 2002). Veremos ainda uma teoria alternativa a este problema, e quais as suas limitações.



## **CAPÍTULO II – Crescimento e Indicadores de Vulnerabilidade**

Não podemos dissociar o conceito da vulnerabilidade externa do processo de desenvolvimento no qual um país se insere. O objetivo final de uma política macroeconômica é viabilizar o crescimento e uma distribuição justa da renda. É evidente que a estabilidade econômica é indispensável na busca desse crescimento, dado que um país que sofre constantes turbulências econômicas, ou também políticas, espanta o investidor que possui o capital produtivo necessário ao desenvolvimento. Nesse contexto, o grande desafio torna-se incentivar o investimento ao mesmo tempo em que é necessário prevenir-se contra eventuais problemas que venham de encontro ao crescimento da economia.

A grande maioria dos países, nos dias atuais, está inserida num mundo comercial e financeiramente globalizado (embora possuam graus diferentes de abertura econômica) – poucos países continuam com suas economias bastante fechadas ao resto do mundo. Por um lado, isso aumenta o dinamismo econômico mundial, enquanto, como temos reforçado, a dependência em relação aos mercados estrangeiros pode ser responsável também por instigar crises internas. Analisaremos agora a importância dos mercados internacionais quando um país está disposto a crescer utilizando-se dos benefícios que a globalização traz e aceitando seus riscos.

### ***II.1 – O Ciclo Endógeno e os Ciclos de Liquidez Internacional***

De acordo com Tavares (1978), um país que esteja em ritmo acelerado de crescimento é capaz de atrair um grande fluxo de capitais estrangeiros e dessa forma promover a continuação deste crescimento sem que esbarre em restrição externa. Isso significa que apenas o dinamismo interno do mercado deve ser capaz de garantir a manutenção dos investimentos internacionais enquanto a fase ascendente do ciclo continuar.

O ciclo endógeno é formado por duas fases, a primeira de maior crescimento interno, seguido por uma segunda fase de estabilização do crescimento e da necessidade de se atentar ao equilíbrio da Balança de Pagamentos, antes que o ciclo possa recomeçar.

Quando uma economia está em expansão, a alta rentabilidade dos investimentos incentiva a entrada dos capitais estrangeiros, seja ele para investimento direto no setor produtivo, ou sob a forma de dívida que possa viabilizar que esse investimento ocorra internamente (como os investimentos públicos). Dessa forma, uma eventual restrição externa não seria capaz de desacelerar os investimentos e a importação dos bens de capital e insumos intermediários, necessários a manutenção do crescimento. Atentamos ao fato de que esta economia precisa possuir um grau mínimo de industrialização (caso contrário, seria possível que os capitais entrantes fossem desviados apenas para a importação de bens finais, sem que houvesse investimento e crescimento da capacidade produtiva).

Além da forte entrada de capitais, nessa fase ascendente do processo, o déficit na conta de rendas é substancialmente inferior em relação à fase descendente. Isso ocorre porque, embora esta a renda enviada ao exterior seja afetada pelo serviço da dívida que se encontra em expansão, as transferências e remessas de lucros ou dividendos são menores nesse período do ciclo, enquanto o reinvestimento torna-se mais expressivo. Soma-se isso a entrada de capital estrangeiro em busca da alta rentabilidade e há uma garantia ainda maior de que o país será capaz de gerar as divisas necessárias às importações, que são fundamentais para o desenvolvimento desta economia. Enquanto durar esse dinamismo econômico interno a fase ascendente do ciclo se mantém, assim como o fluxo de capital estrangeiro.

É importante observar neste processo que a capacidade de importar fica garantida pela conta financeira da balança de pagamentos. Dessa forma, ela pode aumentar mesmo que o poder real de compra das exportações cresça em proporção muito menor, ou ainda que este se encontre estagnado ou declinante.

Já na fase descendente do ciclo, quando a taxa de crescimento começa a se retrair, há menor intensidade de entrada de capitais, ao mesmo tempo em que ocorre maior apropriação das rendas por parte dos agentes internacionais (remessas de lucros e dividendos, transferências), dessa forma há uma maior fuga de capitais. Concomitantemente a esse

processo, deve ocorrer uma diminuição das importações (notadamente de bens de capital e insumos intermediários), de modo que a manutenção do equilíbrio na Balança de Pagamentos seja garantida.

A endogenização do ciclo de crescimento se dá, portanto, no sentido em que o crescimento econômico seria capaz, por si só, de atrair os capitais necessários para que a conta financeira da BP compense os déficits das transações correntes, evitando que se esbarre em restrição externa. Terminada essa fase, a diminuição das importações deve ser capaz de compensar, através da balança comercial, o aumento do déficit da conta de rendas, e a fuga de capitais da conta financeira.

A ressalva feita por Medeiros e Serrano (2001) é de que essa diminuição das importações deve acontecer em intensidade e velocidade exatas para equilibrar a BP, caso contrário pode haver uma “crise de estabilização”, em que se faça necessária a contratação de empréstimos junto ao FMI, ou um saldo das transações correntes superavitário até que se inicie o próximo ciclo.

Este modelo, no entanto, possui certas limitações. É criticada a real capacidade de se obter o crescimento no longo prazo mantendo o déficit das transações correntes. Em primeiro lugar, é importante a questão da sustentabilidade (ou solvência) deste tipo de trajetória de crescimento. Precisamos nos atentar às condições em que a expansão do passivo externo líquido permanecerá sob controle, sem seguir um caminho explosivo (SERRANO e MEDEIROS, 2003). Isso pode ocorrer de variadas maneiras já observadas, como o crescimento da dívida externa de curto prazo, que pode gerar graves crises de liquidez, caso não haja capacidade de rolamento ou pagamento. Outro problema, o custo desse passivo, que pode ser demasiado elevado e por esse motivo não permitir uma capacidade de importação condizente com os objetivos de desenvolvimento.

O ciclo endógeno, embora tenha sido observado por Tavares (1978) no âmbito do crescimento brasileiro, mais particularmente a partir do plano de metas de JK, quando o Brasil teria atingido os níveis de industrialização mínimos para que se pudesse endogenizar o processo, não é a única forma de inserção internacional de uma economia abordada pela literatura econômica. É apontada também a situação inversa, em que há ciclos de liquidez

internacional que são exógenos ao processo de crescimento e que, de fato, se caracterizam por condicionarem externamente a capacidade de absorção de capitais e, dessa forma, o crescimento e as decisões de política macroeconômica ( tal característica é apontada em diversos artigos, como SERRANO e MEDEIROS, 2003; PRATES, 2010; GENTIL e ARAUJO, 2011). De fato são observados na história econômica períodos de expansão e retração na liquidez internacional. Considerando os anos entre 1999 e 2008, há três fases, com duas reversões do ciclo: “pessimismo” - 1999 a 2002, “otimismo” - 2003 a junho de 2007 e, novamente, “pessimismo” - julho de 2007 a dezembro de 2008 (PRATES 2010). As fases de pessimismo são ciclos de retração da liquidez internacional, de forma que ocorre maior dificuldade de rolagem ou contratação de dívida, enquanto a fase otimista se caracteriza por grande liquidez internacional e maior vontade, por parte dos agentes, em conceder créditos ou investimentos.

De qualquer forma, seja o crescimento caracterizado pelo ciclo endogenizado (em que a rentabilidade da produção interna anula ou atenua os efeitos de restrição externa) ou condicionado pelos ciclos de liquidez internacionais, podemos observar que deve haver uma verdadeira harmonia entre as contas das transações correntes e os estoques de ativos e passivos externos para que uma estratégia de crescimento estável seja conquistada. Ainda que o processo seja endógeno, devemos nos preocupar com as condições de sustentabilidade de um crescimento que ocorre baseado em um déficit nas transações correntes, ou seja, até que ponto esse processo não é prejudicial ou difícil de ser mantido. No caso de um processo condicionado externamente, o problema se complica quando consideramos que o crescimento envolve o risco de uma reversão do ciclo de liquidez internacional e, dessa forma, esbarrar em uma restrição externa que pode gerar diversos problemas. É importante, no segundo caso, que os países sejam capazes de aproveitar os ciclos de grande liquidez internacional para buscar o desenvolvimento ao mesmo tempo em que diminuam sua vulnerabilidade, estando preparados para a eventual reversão deste ciclo (GENTIL e ARAUJO, 2011).

Uma conclusão que chegamos com esta análise da estratégia de crescimento é a de que estamos sempre nos referindo à importância das importações dos bens de capital e insumos intermediários. Dessa forma, percebemos que é possível que haja uma restrição externa que venha agir no sentido de impedir essa importação e que atrase a possibilidade de desenvolvimento. A finalidade, portanto, da política de crescimento deve ter em mente

também a necessidade de se criar um setor produtivo interno dos próprios meios de produção. O objetivo da política deve ser, nesse contexto, diminuir o coeficiente de importação associado a um determinado nível de investimento. Isso significa que o próprio crescimento da produção, se voltado para um crescimento do setor de meios de produção, também é responsável por uma diminuição da vulnerabilidade externa, já que o crescimento não esbarraria rapidamente em restrição externa.

Mostraremos agora o quanto as exportações são fundamentais neste contexto de crescimento continuado sem que haja uma exposição tão grande a condição de sustentabilidade da balança de pagamentos e da vulnerabilidade externa.

## ***II.2 – Exportações***

Queremos argumentar, aqui, a importância das exportações como fonte de relaxamento da restrição externa, sem que nos preocupemos com a importância das exportações como demanda final dos produtos domésticos. Segundo Serrano e Medeiros (2001), só podemos dizer que um país tem seu crescimento “liderado pelas exportações” se o percentual destas no total do seu produto agregado for realmente substancial. Além disso, argumentam que, efetivamente, esse é um caso raro que ocorre, em geral, em países pequenos e, normalmente está negativamente associado a plataformas de exportação.

Ainda segundo os autores, a literatura econômica faz alguma confusão em relação ao termo, dando-lhe outras atribuições. Por exemplo, consideram que o crescimento pode ser ou “liderado pelas exportações” – o que ocorre sempre que o percentual das exportações for crescente em relação ao PIB, de forma que independe da parcela da renda a que se referem as exportações - ou seguir uma “industrialização por substituição de importações” – o que ocorre sempre que a parcela das exportações for decrescente. Outra distinção feita na literatura econômica, também considerada incorreta pelos autores, é a de que o crescimento pode ser “liderado pelas exportações” ou “liderado pelo mercado interno” o que consideram, no entanto, incorreto, uma vez que ambos não seriam excludentes, mas de fato, interligados. Para os propósitos deste trabalho, não é importante a discussão acerca da existência ou não de uma grande diferença teórica entre os tipos de crescimento ou industrialização, apenas nos

interessa seu papel na questão da vulnerabilidade externa, por esse motivo, não nos atentaremos a discussão.

Ressaltados esses fatos, ao buscarmos analisar a importância das exportações no relaxamento da restrição externa, devemos apontar para o fato de que, se tudo o mais não for suficiente para que haja equilíbrio da BP, são as exportações que devem, em último caso, gerar as divisas necessárias (SERRANO e MEDEIROS, 2003). Esse fato fica simplificado se pensarmos que num país em que não haja abertura financeira, ou seja, a mobilidade de capitais é nula ou quase nula, a única forma de se gerar divisas, seja para importação ou obtenção de reservas cambiais, é através da exportação.

Dessa forma, veremos que o acompanhamento dos níveis de exportação é extremamente útil como fator de vulnerabilidade externa, sendo a única fonte de divisas que não afeta o passivo externo e que, ao contrário deste, não possui um custo associado. Um alto dinamismo da balança comercial significa que as exportações, absorvendo moedas estrangeiras, facilitam a importação dos bens de capitais que deverão manter firme o processo de desenvolvimento. Por outro lado, se o nível das exportações não estiver em um patamar desejável, e a garantia das importações estiver suportada apenas pelos fluxos de capitais e, conseqüentemente, o aumento do passivo externo, a economia pode estar se dirigindo por um caminho explosivo, que pode não se sustentar e acarretar em crise.

Aqui cabe introduzimos a “condição de estabilidade de Domar” (SERRANO e MEDEIROS, 2003 apud DOMAR, 1950): O passivo líquido externo, como qualquer dívida que deve ser rolada, cresce a mesma taxa que seus juros efetivos. Se a taxa de crescimento das exportações for inferior a taxa de juros do passivo externo líquido, qualquer déficit nas transações correntes (que deve, evidentemente, ser compensado por um aumento do passivo externo líquido) faz com que a relação entre o crescimento do PEL e das exportações, cresça infinitamente, uma trajetória que eventualmente se mostrará insustentável e deverá ser revertida, ou terminará em crise.

O problema com a condição de estabilidade de Domar, é que a composição do passivo externo líquido, em geral, é bastante complexa. A dívida pública (em moeda doméstica) tem um custo simples, os juros internos, no entanto, a dívida externa que possui uma taxa de juros

diferente, ainda deve ser atrelada a variação cambial. O custo do investimento estrangeiro direto ou em carteira é o mais difícil de ser calculado, já que é necessário que se estime a parcela dos lucros e dividendos que será remetido ao exterior (o real custo desses investimentos) e o quanto será reinvestido. Além disso, deve-se diminuir destes valores a rentabilidade dos ativos, notadamente as reservas internacionais. Dadas essas dificuldades de ponderar os diferentes custos do passivo externo (incluem-se ainda, por exemplo, royalties, licenças, patentes), o cálculo do custo do PEL, ou seja, a taxa de juros efetiva que incide sobre sua totalidade, é bastante difícil de ser mensurada por parte dos países.

Outro indicador de vulnerabilidade, que também toma as exportações como condição de estabilidade (embora utilize o tamanho das exportações, ao invés do crescimento), e é mais simples, trata-se da relação entre o déficit das transações correntes e a exportação. Como o déficit das transações correntes inclui o custo do passivo externo líquido, este também se mostra um bom indicador de sustentabilidade do estoque deste passivo, além de possuir a vantagem de refletir o impacto do aumento das importações, bastante presente, por exemplo, na experiência dos países emergentes nos anos 90 (SERRANO e MEDEIROS, 2003).

Outro importante aspecto relacionado ao setor exportador é o fato de que sua capacidade de geração de divisas, às vezes, pode possuir grande volatilidade, o que ocorre quando houver baixa diversidade entre os produtos exportados. Dessa forma, é importante também, para que este seja capaz de suprir as necessidades de financiamento de desequilíbrios na BP, que se busque diversificar a produção voltada para os mercados internacionais com a finalidade de melhorar o aspecto da volatilidade de absorção dos dólares, seja numa situação de reversão da liquidez internacional ou, no caso do ciclo endógeno, da reversão dos fluxos de capitais por diminuição da rentabilidade do mercado interno..

Podemos agora nos voltar para os indicadores financeiros de vulnerabilidade, a composição do passivo externo líquido e as reservas internacionais.

### ***II.3 – O Passivo Externo Líquido***

Quando analisamos o passivo externo líquido de um determinado país devemos ter em mente que a questão mais importante a ser observada, além da sua magnitude, é a composição

deste passivo. É importante a composição em termos da sua denominação do passivo (moeda estrangeira e doméstica), do seu custo e da sua maturidade (curto ou longo prazo).

Em relação à moeda em que está denominada cada parcela do passivo externo líquido, temos algumas observações simples a fazer. Em primeiro lugar, a relação “dívida externa denominada em dólares/dívida total”, conforme caracterizada pelo FMI (2000) é um útil indicador do impacto das variações cambiais na dívida. A dívida externa em moeda estrangeira tende a aumentar quando há desvalorização cambial, efeito comum quando há situação de reversão de liquidez internacional e/ou fuga de capitais. Dessa forma, quanto maior esse indicador, pior é a situação de fragilidade externa. Por outro lado, a dívida em moeda doméstica, além de ter seu valor real diminuído junto com sua desvalorização, não apresenta os mesmos riscos de uma crise de liquidez apresentada pela dívida em dólares. Isso ocorre porque, caso seja necessário que seja feito um pagamento por falta de possibilidade de rolagem da dívida, a autoridade monetária, assim como os bancos, são capazes de criar a oferta de moeda necessária ao cumprimento de suas obrigações, de forma que podemos inferir que o aumento da dívida doméstica, mesmo na posse de não residentes, não possui efeitos desestabilizadores muito relevantes.

Apesar disso, destacamos que o FMI (2000) argumenta que independente do instrumento ou denominação (moeda doméstica ou estrangeira), nenhum instrumento está completamente livre do risco de rolamento. Nas palavras do documento:

“Apesar de a dívida em moeda doméstica diminuir em termos reais quando a taxa de câmbio sofre depreciação, isso não elimina o risco de uma crise” (FMI, 2000)

Esse fato se daria porque os investidores internacionais que possuem títulos de dívida denominados na moeda local de um determinado país podem optar por alterar suas carteiras, vendendo estes títulos no mercado secundário, ou não renovando estes títulos após seu vencimento, de modo que retiram suas aplicações do mercado financeiro nacional, levando consigo as divisas que haviam investido. Dessa forma, mesmo que o risco de default esteja eliminado, uma fuga de capitais poderia desencadear problemas internos. Evidentemente, no caso da venda de títulos no mercado secundário, isso só é capaz de significar uma saída real



de divisas quando os títulos vendidos por investidores estrangeiros são comprados por residentes.

Merece atenção especial o investimento direto estrangeiro por ser, entre os componentes do passivo externo, o mais desejável. Há, de fato, diversos aspectos que motivam esta preferência. O IDE é considerado, entre os estoques de passivos, o de custo mais baixo, embora já tenhamos feito a ressalva de que essa situação pode ser enganosa, já que a taxa de lucro é normalmente maior que a taxa de juros interna, além de o reinvestimento poder ser considerado como um aumento da possibilidade de repatriação (SERRANO e MEDEIROS, 2003 apud KREGEL, 1996). Além de ser considerado o mais barato, apresenta muito baixa volatilidade, de forma que seja considerado um passivo externo de longo prazo. Por fim, é um investimento produtivo, capaz de gerar renda e desenvolvimento, ao contrário de todos os outros, que são apenas capitais especulativos. O que queremos apontar aqui é que a relação entre o IDE e o passivo externo apresenta um indicador que pode nos alertar, em algum grau, sobre estes três aspectos ao mesmo tempo, uma ponderação do custo do passivo, da sua maturidade e o dinamismo econômico em que um país se insere em um determinado momento. Em todos os três, quanto a maior a relação entre o IDE e o passivo externo bruto, melhor o indicador.

Já o custo do passivo, em sua totalidade, apresenta certa dificuldade, como já observamos. Mas podemos, na análise da sua composição, buscar quais componentes podem estar elevando em demasiado este preço. Em primeiro lugar, reafirmamos que o IDE trata-se do passivo mais “barato”. A dívida, por sua vez, não nos importa aqui se de curto ou longo prazo, tem seu custo atrelado aos juros incidentes sobre ela. A dívida externa, denominada em dólares, ainda varia de acordo com a variação cambial. Há, porém, um importante fato ao qual devemos estar atentos, neste contexto. Em diversos países se busca uma atração de capital estrangeiro através de um grande diferencial entre a taxa de juros interna e externa. Nesse caso, o custo médio da dívida doméstica em poder de não residentes (que responde por parte do investimento em portfólio no estoque do passivo externo, notadamente os títulos nacionais de renda fixa), se torna superior ao custo da dívida externa. Além disso, pela mesma situação do alto diferencial entre os juros, a rentabilidade gerada pelos ativos será bem inferior ao custo desta dívida, ou seja, o custo do passivo externo bruto é superior ao ganho do ativo, o que resulta em taxas mais elevadas quanto calculamos em termos líquidos, e pode deteriorar

ainda mais a situação da conta de rendas (GENTIL e ARAUJO, 2011). O que afirmamos aqui, é que a composição do passivo (em IDE, dívida externa e investimento em portfólio), sozinha, também nos apresenta importantes indicadores acerca da situação externa através da ponderação do seu custo. Vale ressaltar que o FMI (2000) aponta a “taxa média de juros do passivo externo líquido” como um importante indicador por si só.

Já quando nos referimos ao risco real de uma crise de liquidez, é importante entendermos onde efetivamente reside este risco. Embora os indicadores referentes aos fluxos provenientes das transações correntes sejam extremamente importantes para que se possa seguir uma estratégia de crescimento eficiente e equilibrado, uma crise de liquidez geralmente só ocorre quando os credores internacionais “de repente” se recusam a rolar dívidas que vencem num determinado período (SERRANO e MEDEIROS, 2003). Mesmo que o déficit nas transações correntes não seja muito grande, a recusa de rolamento da dívida externa é a principal responsável por uma crise de liquidez, o que pode acabar com as reservas internacionais e iniciar uma crise.

Nesse sentido, é a maturidade do passivo externo que apresenta os problemas e os indicadores mais críticos de vulnerabilidade internacional. As condições que podem iniciar uma crise dependem da parcela do passivo externo líquido que está vencendo. Neste aspecto, as diferenças entre fluxos de capitais de curto prazo, longo prazo e investimento direto estrangeiro e em portfólio adquirem grande importância. Evidentemente quanto maiores os prazos dos empréstimos externos e/ou quanto mais os déficits tenham sido financiados com investimento direto, menores serão relativamente os compromissos externos que vencem num determinado período. Por outro lado, quanto maior for a proporção das aplicações de curto prazo nos passivos externos, maior será fragilidade financeira externa e o risco de uma crise de liquidez. De maneira mais simples, devemos separar o que é o passivo externo de curto prazo – que inclui a dívida externa de curto prazo e os investimentos em portfólio (devido a sua alta volatilidade) e o que é o passivo externo de longo prazo – que inclui a dívida externa de longo prazo e o investimento direto estrangeiro (cuja volatilidade é mais baixa).

O instrumento de prevenção contra uma reversão dos fluxos ou da liquidez internacional, que deve ser responsável pelo pagamento da dívida estrangeira vencida e não

rolada e por não deixar que ocorra grande volatilidade do câmbio, dada a fuga de capitais (importante no caso da dívida denominada em qualquer moeda) são as reservas internacionais.

Assim um indicador da fragilidade financeira externa e até da probabilidade de uma crise cambial é obtido pela razão entre os passivos externos de curto prazo e as reservas cambiais do país em questão. Quando esta razão estiver elevada, qualquer interrupção nos fluxos de capital decorrente da decisão de não refinanciar as dívidas que vencem num período pode detonar e, com frequência, detona um processo especulativo. A situação é ainda pior, dadas as expectativas de desvalorização ou de default na medida em que a saída bruta de capitais num espaço curto de tempo pode rapidamente acabar com as reservas internacionais do país. (SERRANO, 2001)

Segundo o FMI (2000), para os países com um acesso significativo (mas incerto) ao mercado de capitais, a relação “reservas internacionais/passivo externo de curto prazo, é também a melhor forma de se estimar uma quantidade adequada de reservas internacionais (repare-se que a relação está invertida para o FMI, em relação a outros autores analisados, sem, no entanto, modificar sua eficácia)

Existe alguma evidência empírica entre os países de economias emergentes para que se tome como referência o valor um (1) para a relação entre reservas e o passivo externo líquido de curto prazo. No entanto, tal referência serve apenas como ponto de partida para análises mais completas, baseadas na situação macroeconômica (agregados e regime de câmbio) e microeconômica (que afeta o funcionamento do setor privado - impostos, garantias, supervisão bancária, regime de falência). Essas condições microeconômicas podem resultar em risco moral, estruturas distorcidas das instituições financeiras, e fazer com que os setores fiquem mais vulneráveis a choques externos. (FMI, 2000).

## **CAPÍTULO III – A Evolução da Balança de Pagamentos e dos Indicadores Brasileiros pré-crise de 2008**

### ***III.1 – Contextualização: A Abertura Econômica e O Regime de Câmbio Flutuante.***

Ao longo dos anos 90, o Brasil se inseriu em um processo de grande liberalização econômica. Houve uma promoção de reformas estruturais pró-mercado, que incluíram um amplo e intenso processo de abertura da economia brasileira aos mercados externos tanto do ponto de vista comercial (eliminação de barreiras não tarifárias; redução da tarifa média sobre importações; diminuição da dispersão tarifária), quanto do ponto de vista financeiro (CARCANHOLO, 2010). A abertura financeira foi uma das suas dimensões mais expressivas. Essa abertura se deveu principalmente a ampliação da conversibilidade da conta de capital do Balanço de Pagamentos e a desnacionalização de parcela expressiva das empresas do setor financeiro, além de algum grau de substituição monetária (CARNEIRO 2002).

O grau de conversibilidade da conta de capital significa uma maior possibilidade de circulação de capitais para dentro e para fora do país, tanto por parte de residentes quanto de não residentes, ou seja, trata-se de uma flexibilização nas normas de conversão da moeda estrangeira em moeda doméstica para fins de investimento e empréstimo ou de reais em moeda estrangeira com a finalidade de retirá-la do país. Dessa forma, exprime a mobilidade dos capitais entre o país e o exterior. A desnacionalização diz respeito a mudanças no controle da propriedade do sistema financeiro permitidas por mudanças na legislação. Por fim, a substituição monetária refere-se ao uso de moedas estrangeiras em funções que, anteriormente, só poderiam ser realizadas pela moeda doméstica (CARNEIRO 2002).

Esta abertura comercial e financeira, como veremos, é responsável por uma série de fluxos na balança de pagamentos, resultando numa verdadeira reestruturação na composição do passivo externo brasileiro, em alguns aspectos bastante positiva, como um considerável

aumento dos investimentos diretos e a possibilidade de grande entrada de divisas. Por outro lado, devido à maior conversibilidade de moeda, o país também apresenta um aumento considerável de vulnerabilidade externa, pois cria-se uma grande dependência desses fluxos. Dessa forma, sua interrupção ou reversão pode acarretar em graves problemas de solvência e liquidez.

Em termos de estratégia econômica, o governo adota hoje o que chamamos de tripé de política econômica, em que as ações do governo buscam se sustentar em três medidas, as metas de inflação, o superávit fiscal primário e o regime de câmbio flutuante. Para alcançar as metas de inflação é a manutenção de elevadas taxas de juros. Veremos que um dos resultados desta estratégia é um fluxo de capital especulativo na conta financeira da balança de pagamentos.

Sobre a austeridade fiscal, os elevados superávits primários ocorrem com a finalidade do pagamento do serviço da dívida pública interna. Considera-se indispensável para a manutenção da estabilidade econômica que esta dívida esteja sob controle.

A questão cambial é mais fundamental na discussão que pretendemos neste trabalho, e merece uma atenção mais detalhada, até porque, precisamos entender o motivo de o Brasil, assim como muitos outros países emergentes, deixou de usar o regime de câmbio fixo para adotar a estratégia de flutuação.

Até a segunda metade da década de 1990, prevaleceu entre os países em desenvolvimento, o Brasil incluso, políticas de câmbio administrado (fixo ou bandas cambiais), garantindo a estabilidade das taxas de câmbio nominais. Essa política, no entanto, se mostrou suscetível à apreciação real do câmbio e a ataques especulativos, que articularam crises financeiras na segunda metade desta década (Prates, 2010).

Além disso, nos anos 90 o mercado de exportações cresceu relativamente pouco nos países em desenvolvimento, ao mesmo tempo em que se acirrava a competição entre eles. Competição que se agravava devido a desvalorizações cambiais em diversos países, o que piorava a situação nos países de regime de câmbio fixo (Serrano e Medeiros, 2003)

Como resultado, o sistema econômico mundial entrou em colapso, atingindo fortemente os países emergentes. A crise internacional teve início na Tailândia, em 1997, depois o leste asiático sofreu as conseqüências, seguido por um ataque especulativo e grave fuga de capitais na Rússia. O Brasil foi atingido em cheio pela venda de títulos que se seguiu a crise Russa. A especulação contínua contra o real havia aumentado as taxas de juros domésticas e piorado a situação de déficits do governo. No fim de 1998, a pressão especulativa intensificou-se e as reservas no Brasil começaram a esvaír-se rapidamente. Preocupado com a possibilidade de uma crise brasileira desestabilizar ainda mais os mercados mundiais de capitais e a estabilidade recém-conquistada pelos outros países da América Latina, após as crises da dívida na década de 80, como na Argentina, no Chile e no México, o FMI ajudou a criar um fundo de mais de U\$ 40bi para o Brasil defender seu regime de câmbio fixo e o valor do real. Devido ao fracasso deste plano, no início de 1999 o Brasil teve de abandonar o regime cambial. Desvalorizou o real em 8% e passou a deixá-lo flutuar. Em pouquíssimo tempo o real perdeu 40% de seu valor em relação ao dólar. A recessão se instalou enquanto o governo lutava para impedir que o real entrasse em queda livre. Mas a crise se mostrou curta, a inflação não decolou e (como as instituições financeiras do Brasil haviam evitado contrair empréstimos em dólar) o colapso financeiro do setor bancário foi detido a tempo. (Krugman e Obstfeld, 2009).

No Brasil, o regime de câmbio flutuante passou a vigorar em janeiro de 1999, em substituição ao regime de bandas cambiais, vigente desde março de 1995 (Prates, 2010).

Devemos atentar para uma especificidade desse regime de câmbio no caso brasileiro. Trata-se do fato de que, embora seja dito flutuante, na prática o Banco Central do Brasil faz constantes intervenções no mercado, não permitindo grandes variações. Por esse motivo, dizemos que o regime cambial brasileiro adota uma estratégia de flutuação suja.

Segundo Prates (2010), há dois motivos para que se escolha a tomada dessa postura por parte do governo brasileiro. O primeiro trata-se do “motivo mercantilista”, em que a manipulação da taxa de câmbio é utilizada para garantir a competitividade das exportações, viabilizando uma estratégia de crescimento que em estas assumem grande importância. Efetivamente, como veremos, o crescimento das exportações foi bastante substancial no período em questão. A intervenção no mercado cambial também ocorre pelo chamado

“motivo precaucional”, onde a compra de divisas visa obter uma melhor capacidade de sustentação da liquidez externa em momentos de reversão dos fluxos de capitais, ou seja, o governo intervém no mercado de dólares, e conseqüentemente na flutuação cambial, para adquirir ativos de reservas.

É importante ressaltar também que o controle cambial vai de encontro a estratégia das metas de inflação, uma vez que repasse cambial é especialmente mais elevado nos países em desenvolvimento (HERMANN, 1999).

As decisões do governo brasileiro são, portanto, condicionadas por este tripé de política econômica, sustentado pelas metas de inflação, regime de câmbio flutuante e superávit primário fiscal - basicamente para o pagamento do serviço da dívida pública (CARCANHOLO, 2010).

Veremos agora a evolução da balança de pagamentos brasileira e sua evolução nos últimos anos antes da crise de 2008. Nos atentaremos ao fim do ciclo de baixa liquidez internacional, e sua reversão entre 2002 e 2003, para observamos a melhora de alguns indicadores e alguns agregados da economia brasileira. Observaremos o quanto essa melhora se deteriora rapidamente entre 2007 e 2008, após o fim dessa fase e o início da crise econômica global.

### **III.2 - Exportações**

A conta corrente brasileira aparentou sofrer uma considerável melhora nos anos que precederam os graves choques externos que atingiram o mundo, apesar do aumento do seu déficit das rendas, e teve bastante importância na superação da crise iniciada em 2008. Veremos, no entanto, que embora tenha havido melhora nos indicadores, isto se deveu a uma série de fatores exógenos à economia brasileira, longe de ter sido resultado de uma estratégia de política econômica ou de uma melhora real na inserção brasileira no mercado externo de bens e serviços.

Tabela 1 - Indicadores de Exportação

Ano	Saldo das Transações Correntes	Custo do Passivo Externo Líquido - Renda Líquida Enviada ao Exterior (*)	Exportações	Déficit nas Transações Correntes / Exportações	Custo do Passivo / Exportações
	US\$milhões	US\$milhões	US\$milhões		
1999	-25.335	-18.990	48.011	52,77%	39,55%
2000	-24.225	-17.965	55.086	43,98%	32,61%
2001	-23.215	-19.838	58.223	39,87%	34,07%
2002	-7.637	-18.292	60.362	12,65%	30,30%
2003	4.177	-18.661	73.084	-5,72%	25,53%
2004	11.679	-20.701	96.475	-12,11%	21,46%
2005	13.985	-26.181	118.308	-11,82%	22,13%
2006	13.643	-27.657	137.807	-9,90%	20,07%
2007	1.551	-29.740	160.649	-0,97%	18,51%
2008	-28.192	-41.107	197.942	14,24%	20,77%

(\*) Não inclui pagamento de salários e ordenados

Fonte: Banco Central e Ipeadata

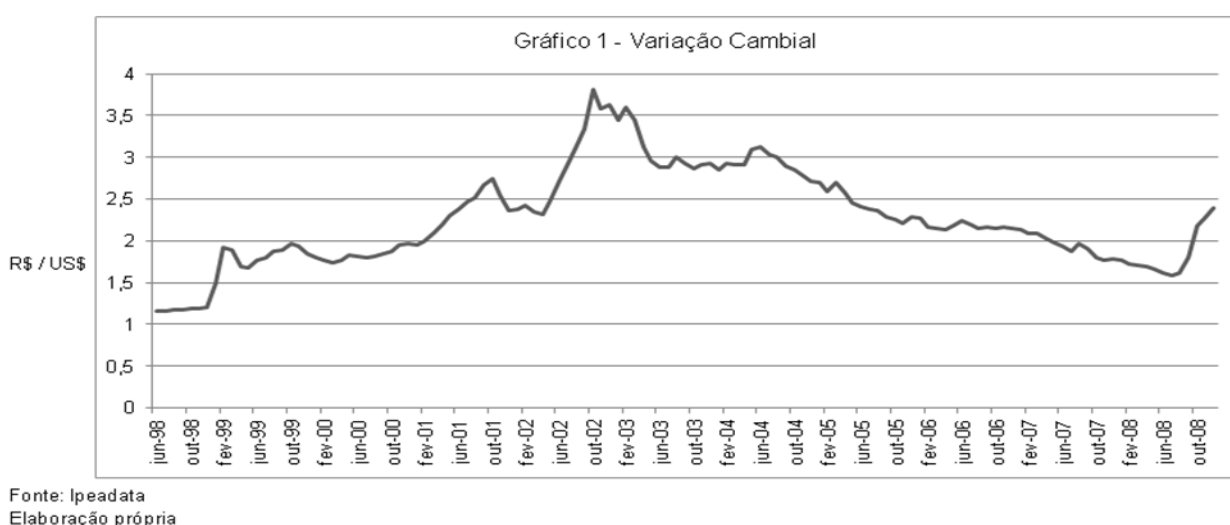
Elaboração própria

Pela tabela 1 podemos ver o quanto a situação de vulnerabilidade externa parecia estar controlada, no que diz respeito às funções da exportação em geração de divisas. Após a crise de 1999 a economia brasileira se recuperou, e o país alcançou superávits correntes entre 2003 e 2007, o que teria eliminado a necessidade de equilíbrio por parte do fluxo de capitais - apesar disso, como veremos, o passivo externo líquido aumentou. Mesmo no que diz respeito ao custo do passivo externo líquido, que era crescente, como podemos ver na conta de rendas, este crescia a níveis bastante inferiores às exportações. Enquanto em 1999, aproximadamente 40% das divisas geradas pelas exportações tiveram de ser utilizadas para o pagamento de serviços da dívida ou remessas de lucros e dividendos, essa relação caiu consistentemente ao longo dos anos, alcançando aproximadamente 19% em 2007, antes da reversão dos fluxos de capital e da explosão da crise.

Esse cenário, no entanto, não explicita de maneira eficaz a realidade da situação das exportações brasileiras. Esse rápido crescimento, capaz de reverter o resultado da conta corrente e superar bastante o crescimento do fluxo negativo nas rendas, não condizia com um alto crescimento da produção brasileira, muito menos com maior diversificação dos produtos exportados. Muito pelo contrário, foi fruto de uma série de fatores eventuais que ocorriam tanto no Brasil quanto no resto do mundo e provocou uma primarização da pauta de exportações. Internamente foi resultado de desvalorizações do real o que tornou o produto brasileiro mais competitivo no exterior. Essas desvalorizações ocorreram por conta da liberalização da flutuação do câmbio, após crise cambial de 1999, e, mais tarde, durante a



campanha presidencial de 2002, em que havia um grande receio dos agentes internacionais em relação ao que aconteceria após uma provável vitória da oposição, que veio a se concretizar. No gráfico abaixo, podemos observar estes dois maiores picos de desvalorização cambial. Apesar de o dólar tornar-se mais barato nos anos que se seguiram a eleição de 2002, ele só vai atingir a marca do início deste ano em 2005. É importante notar que as desvalorizações não foram resultado de estratégia do governo, mas questões eventuais que ocorreram na economia brasileira.



Além destas questões, no mercado exterior também houve situações que contribuíram para essa aparente melhora nas transações correntes. O resto do mundo, que também havia sido bastante atingido pelas crises desde 1997, recuperava seu dinamismo. Dessa forma houve um grande aumento na demanda mundial, impulsionado pela retomada do crescimento econômico global e pela baixa dos juros internacionais referente a um novo ciclo de liquidez elevada. Resultado disso foi a elevação tanto dos volumes quanto dos preços das exportações brasileiras (CARCANHOLO, 2010).

A alta dos preços internacionais das commodities foi especialmente positiva para o Brasil. O acentuado dinamismo da economia chinesa e de outros países em desenvolvimento favoreceu preços e quantidades das exportações brasileiras destes produtos (CARCANHOLO, 2010; GENTIL E ARAUJO, 2011).

Tabela 2 - Exportação de Commodities (Produtos Selecionados)

Discriminação	2006		Variação de Preços 2005-06	2007		Variação de Preços 2006-07	2008		Variação de Preços 2007-08
	US\$ milhões	US\$/t		US\$ milhões	US\$/t		US\$ milhões	US\$/t	
CAFÉ EM GRÃO	2.928	1.984,50	6,31%	3.378	2.269,93	12,57%	4.132	2.636,77	13,91%
SOJA EM GRÃO	5.663	226,92	-3,72%	6.750	284,38	20,21%	10.953	447,04	36,39%
FARELO DE SOJA	2.419	196,16	-0,33%	2.957	237,05	17,25%	4.364	355,11	33,25%
AÇÚCAR EM BRUTO	3.936	307,32	29,03%	3.130	251,53	-22,18%	3.650	267,87	6,10%
CELULOSE	2.484	397,72	6,86%	3.024	459,31	13,41%	3.917	542,83	15,39%
CARNE DE FRANGO "IN NATURA"	2.923	1.130,30	-4,72%	4.217	1.402,51	19,41%	5.822	1.781,57	21,28%
CARNE BOVINA "IN NATURA"	3.134	2.557,86	11,46%	3.486	2.710,92	5,65%	4.006	3.916,63	30,78%
SEMIMANUFAT. FERRO/AÇO	2.277	396,88	0,38%	2.340	458,87	13,51%	4.002	706,39	35,04%
MINÉRIO DE FERRO	8.949	36,90	10,54%	10.558	39,18	5,83%	16.539	58,71	33,26%
PETRÓLEO EM BRUTO (*)	6.894	359,24	15,76%	8.905	405,26	11,36%	13.556	605,93	33,12%
<b>Total (Produtos Selecionados)</b>	<b>41.607,5</b>			<b>48.744,4</b>			<b>70.939,6</b>		
	<b>Total Exportado</b>	<b>(%)</b>		<b>Total Exportado</b>	<b>(%)</b>		<b>Total Exportado</b>	<b>(%)</b>	
	137.807,5	30,2%		160.649,1	30,3%		197.942,4	35,8%	

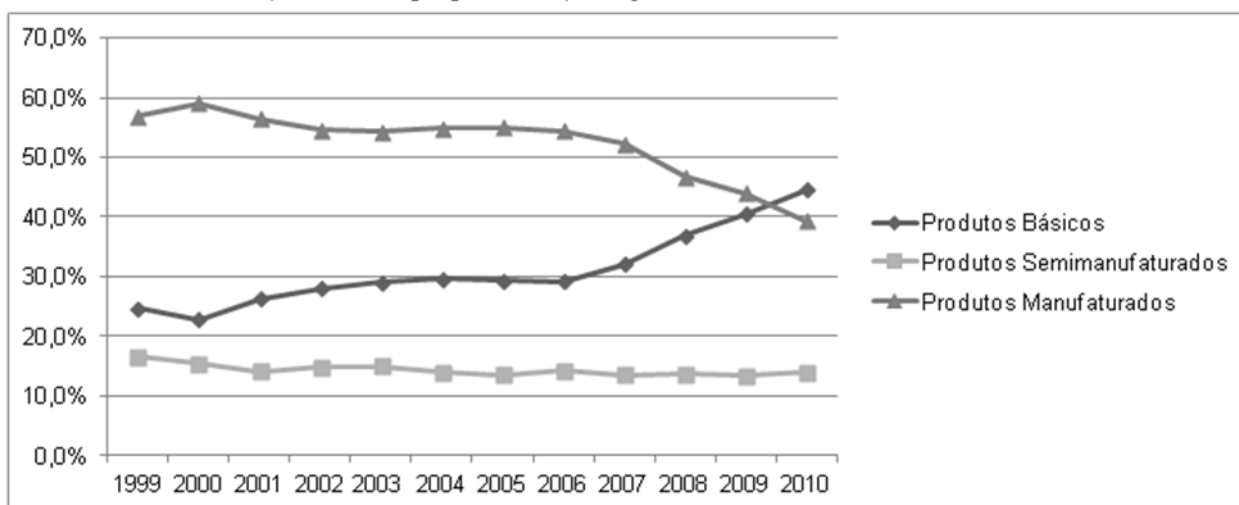
(\*) Preço em US\$/mil litros

Fonte: Banco Central e Ministério do Desenv., Ind. e Comércio Exterior

Elaboração própria

O fato é que as commodities respondem por um percentual elevado das exportações brasileiras e por esse motivo tiveram bastante importância nesta retomada de superávits correntes. Isso, no entanto, muito mais que algo para ser comemorado, representa um grave problema estrutural da pauta de exportações brasileira. Em primeiro lugar, são produtos cujo preço internacional possui alta volatilidade, como podemos ver exemplificado na tabela 2. Percebemos que, dentre os produtos selecionados na tabela, entre 2005 e 2006, há preços que chegam a cair ou subir em mais de 20%. Do fim de 2007 ao fim de 2008, ano da crise, vemos variações ainda mais elevadas, com altas superando os 30%. Podemos perceber também nesta tabela, embora ela envolva apenas alguns produtos selecionados, que a parcela já elevada destas commodities nas exportações brasileiras sofre ainda um aumento. Isso não acontece por acaso, o aumento dos preços destes produtos tem um duplo efeito sobre a balança comercial: além do efeito imediato de simples aumento na participação, há ainda um efeito de mais longo prazo, o incentivo ao investidor de voltar-se a produção das commodities, cuja rentabilidade se eleva. Dessa forma, a pauta exportadora passa por um processo de primarização, que deteriora ainda mais a situação da vulnerabilidade externa.

Gráfico 2 – Produto por Fator Agregado / Exportações



Fonte: SECEX/MDIC

Elaboração própria

O gráfico 2 nos mostra bem esse efeito. Observamos uma crescente participação dos produtos básicos e uma participação decedente de produtos manufaturados, resultado dos novos investimentos. A situação se mantém desde 1999, sofrendo uma reversão já em 2009, quando a parcela de produtos básicos supera os produtos manufaturados.

A tabela<sup>2</sup> 3 nos mostra de maneira mais clara e simplificada a situação das commodities. O crescimento é visto no preço ponderado desses produtos e na sua participação no total das exportações brasileiras, que passa de 36,56% no primeiro trimestre de 1999 para o pico 51,57% no terceiro trimestre de 2008. Além disso, fica, também aqui, evidente a situação de primarização da pauta de exportações brasileiras o que ocorreu de forma continuada desde 1999(CARCANHOLO, 2010)

<sup>2</sup> São consideradas na tabela 3 as seguintes commodities: café em grão, soja em grão, farelo de soja, óleo de soja em bruto, suco de laranja congelado, açúcar em bruto, açúcar refinado, celulose, alumínio, carne suína "in natura", carne bovina "in natura", carne de frango "in natura", semimanufaturas de ferro/aço, laminados planos, couro, fumo em folhas, minério de ferro, gasolina, óleos combustíveis, petróleo em bruto, algodão, milho e álcool etílico (este último a partir de 2006).

Tabela 3 - Exportação de Commodities (dados gerais)

Trimestre	Total Commodites	Preço Ponderado das Commodities	Total de Exportações	Commodities / Exportações
	US\$ milhões	US\$/t*	US\$ milhões	(%)
Jan - Mar / 2005	8.940	804,36	24.451	36,56%
Abr - Jun / 2005	12.317	807,63	29.226	42,14%
Jul - Set / 2005	15.869	784,34	33.042	48,03%
Out - Dez / 2005	12.732	806,44	31.589	40,31%
Jan - Mar / 2006	11.974	746,40	29.458	40,65%
Abr - Jun / 2006	12.993	919,37	31.599	41,12%
Jul - Set / 2006	19.075	828,78	39.900	47,81%
Out - Dez / 2006	15.968	892,54	36.851	43,33%
Jan - Mar / 2007	14.529	931,57	34.002	42,73%
Abr - Jun / 2007	17.861	955,51	39.212	45,55%
Jul - Set / 2007	19.539	929,34	43.385	45,04%
Out - Dez / 2007	19.192	1.020,78	44.050	43,57%
Jan - Mar / 2008	15.900	1.166,46	38.690	41,10%
Abr - Jun / 2008	26.236	1.045,47	51.955	50,50%
Jul - Set / 2008	30.815	1.102,47	60.215	51,17%
Out - Dez / 2008	22.123	989,62	47.082	46,99%

\* Inclui alguns produtos com preço em US\$/mil litros

Fonte: Banco Central e Ministério do Desenv., Ind. e Comércio Exterior

Elaboração própria

O que tentamos demonstrar aqui é que a situação favorável que se encontrou na balança comercial do Brasil nos anos em questão, e que por alguns anos chegou a superar o déficit de rendas e suprir as importações, resultando uma conta corrente com saldo positivo, antes de ser consequência de uma política comercial mais ativa, reflete muito mais a sorte que o governo experimentou de um ambiente externo favorável e das desvalorizações cambiais (CARCANHOLO, 2010). Além disso, o Brasil teve, de fato, uma piora nos termos de troca, com a diminuição do percentual de exportação dos produtos manufaturados, além de um aumento considerável na importância das commodities, cujo preço é mais volátil e, portanto, sujeito a quedas acentuadas que poderiam deteriorar a situação da balança comercial em pouco tempo

### III.3 – O Passivo Externo Líquido.

A partir da composição e da evolução do estoque de passivos e ativos, podemos inferir uma série de conclusões acerca da situação real de vulnerabilidade externa em que se

apresenta a economia brasileira. O tripé de política economia em que se insere o Brasil, junto com a abertura financeira que vem ocorrendo, foram responsáveis por algumas importantes transformações na posição internacional de investimentos.

Começaremos pela análise da composição do passivo externo bruto, que sofre substanciais alterações, efeito principalmente da liberalização econômica, como mostra a tabela abaixo.

Tabela 4 - Composição do Passivo Externo entre as Modalidades de Investimento - Valores anuais médios em US\$ milhões

Ano	Dívida Externa	Investimento Direto Estrangeiro (*)	Investimento em Portfólio	Passivo Externo Bruto	Participação		
					Div. Ext / PEB	IDE / PEB	Portfólio / PEB
	US\$milhões	US\$milhões	US\$milhões	US\$milhões			
2001	231.112	104.415	44.092	379.620	0,61	0,28	0,12
2002	229.924	90.294	33.747	353.964	0,65	0,26	0,10
2003	236.208	104.231	43.417	383.856	0,62	0,27	0,11
2004	224.585	123.309	64.879	412.774	0,54	0,30	0,16
2005	205.746	163.981	112.385	482.113	0,43	0,34	0,23
2006	186.558	184.334	180.526	551.419	0,34	0,33	0,33
2007	230.992	237.186	327.507	795.686	0,29	0,30	0,41
2008	262.947	264.775	345.802	873.524	0,30	0,30	0,40
dez/08	262.910	223.127	205.551	691.588	0,38	0,32	0,30

(\*) Exclui empréstimos intercompanhias

Fonte: Banco Central e Ipeadata

Elaboração própria

Fica claro na tabela 4 que o grande aumento no investimento direto e em portfólio (pelo aumento do investimento em ações, derivativos e títulos domésticos de renda fixa) por parte dos agentes internacionais se dá com maior intensidade a partir de 2003, em que se inicia um ciclo de elevada liquidez internacional.

Em relação ao aumento do investimento em portfólio, podemos observar a grande volatilidade desse tipo de investimento. Percebemos o quanto ele cresce em grande velocidade a partir de 2003, quando o mercado internacional volta a ter créditos abundantes. No entanto a qualquer sinal de instabilidade na economia brasileira, ou mundial, estes tendem a fugir rapidamente do país, em geral para buscar títulos mais sólidos, como o do tesouro americano, mesmo que se obtenha uma rentabilidade menor. Esse fato fica evidenciado na tabela 4 pelos dados entre 2007 e 2008. Na média de 2008 apresenta um leve crescimento em relação à média de 2007, muito menor, no entanto, que no ano anterior, além disso, o estoque de investimentos de portfólio ao fim de 2008 já apresenta uma queda acentuada.

O investimento direto estrangeiro, por sua vez, é em geral bem menos volátil que o de portfólio (SERRANO e MEDEIROS, 2003). Sobre este fluxo financeiro, em primeiro lugar, como destaca Serrano e Medeiros ele teve um rápido crescimento nos primeiros anos da abertura financeira brasileira, após a implementação do plano real, em meados da década de 1990. Isso se deveu em grande parte às privatizações das estatais brasileiras, o que, todavia, mostrou duas dimensões desfavoráveis, a saber. Primeiro porque, ao contrário do que se imagina e se espera de um IDE, esse fluxo inicial pouco se caracterizou como um investimento produtivo, uma vez que a simples compra de empresas prontas não instala ou aumenta capacidade produtiva na economia. Além disso, notou-se a natureza “once for all” destes primeiros investimentos diretos na economia brasileira, ou seja, um houve grande fluxo de capital nos primeiros anos que não se manteve por muito tempo, seguindo-se a ele uma certa estabilização do estoque de investimentos diretos.

Já nos últimos anos, como vemos na tabela 4, excetuando-se 2002, ano da eleição presidencial no Brasil, há um crescimento contínuo. O fluxo de investimentos diretos responde mais ou menos aos mesmos incentivos que vimos no caso das exportações brasileiras. Evidentemente, os motivos para o aumento das exportações e do investimento direto são basicamente os mesmos. A fase de alta liquidez mundial que se inicia nessa época, a alta dos preços das commodities e a desvalorização do real tornaram bastante competitivos os produtos brasileiros no mercado internacional, e dessa forma, a produção tornou-se mais rentável. É em busca desta rentabilidade que os agentes internacionais tomam a decisão de investir no Brasil. Quando ocorre a reversão do ciclo de liquidez e a crise internacional, em 2008, observamos, ainda assim, na média deste ano a manutenção do crescimento, com uma pequena diminuição dos investimentos apenas nos estoques do fim do ano. Percebemos assim, efetivamente, o quanto esses investimentos costumam ser menor voláteis e responder em menor velocidade a crises e choques externos

Quando analisamos a participação de cada um deles no total do passivo externo brasileiro, percebemos que na média dos anos, o IDE sofre algumas oscilações, mas em geral mantém-se relativamente estável, crescendo na fase de alta liquidez e voltando a retrair-se após a crise, porém mostrando pouca volatilidade. Já os investimentos em portfólio ganham espaço na composição do passivo externo bruto, chegando a superar, nos valores médios, a parcela da dívida externa e do investimento direto antes de 2007 e ainda na média de 2008.

No entanto, logo após apresenta logo depois sua face de altíssima volatilidade. Após a reversão do ciclo de liquidez internacional ele rapidamente se esvai e ainda ao fim de 2008 já chega a representar um percentual menor que os outros componentes do passivo. Isso demonstra, como era esperado, o quanto os investimentos diretos são mais robustos em relação aos investimentos de portfólio.

Quando voltamos nossa atenção para a dívida externa, percebemos que ela pouco se alterou ao longo dos anos. De fato ela veio sofrendo uma relativa queda a partir de 2003. Em 2005 o Brasil quitou a dívida com o FMI, no valor de mais de US\$20bi (GENTIL E ARAUJO, 2011). Em termos reais, considerando que o câmbio alcançou quase R\$4,00/US\$ em fins de 2002, estando próximo de R\$1,50/US\$ no final de 2008, a dívida externa apresenta claros sinais de melhora. O que chama a atenção na evolução da dívida externa é a perda de representatividade do total dos estoques do passivo, caindo de mais de 60% para apenas 30% no período analisado. Este relativo controle da dívida externa, no entanto, embora tenha sido exaltado pelo governo, como sublinha Carcanholo (2010) não possui muita representatividade. Apesar da manutenção do patamar da dívida externa, o passivo externo bruto cresceu a níveis bastante elevados o que parece ser o grande problema da economia brasileira, uma vez que, como veremos na tabela 5, este não foi acompanhado pelo crescimento dos ativos externos, de forma que em termos líquidos, o passivo externo também sofreu elevação nos anos que precederam a crise.

O aumento do ativo externo bruto se dá em duas frentes. A abertura financeira que vem sendo aprofundada pelo governo brasileiro é uma “via de mão de dupla”. Assim como há hoje no Brasil uma grande quantidade de capital estrangeiro tanto produtivo quanto especulativo, a maior conversibilidade de moedas também permite que os brasileiros residentes possam direcionar seus investimentos para o mercado internacional, seja o de bens e serviços ou o mercado de capitais. Isso responde, como vemos na tabela 5, por uma parcela significativa do ativo externo bruto do Brasil.

Tabela 5 - Passivo Externo Líquido do Brasil - valores anuais médios em US\$ milhões

Ano	Passivo Externo Bruto	Ativo Externo Bruto			Passivo Externo Líquido
		Reservas Internacionais (*)	Outros Ativos	Total	
2001	379.620	35.866	71.220	107.086	272.533
2002	353.964	38.731	74.170	112.901	241.063
2003	383.856	48.066	86.157	134.223	249.633
2004	412.774	50.962	97.574	148.536	264.238
2005	482.113	58.163	110.020	168.182	313.930
2006	551.419	70.432	168.442	238.874	312.545
2007	795.686	149.982	229.807	379.789	415.896
2008	873.524	199.084	209.119	408.203	465.320

(\*) Conceito liquidez

Fonte: Banco Central e Ipeadata

Elaboração própria

Além disso, observamos um elevado aumento nas reservas internacionais, em especial a partir de 2006, por parte da autoridade monetária. Esse aumento surge com a finalidade de se ter um seguro contra crises internas e como forma de evitar a apreciação cambial. A apreciação do real iria contra a estratégia brasileira de aumento da competitividade internacional de seus produtos, de modo a incentivar um crescimento voltado para as exportações (CAVALCANTI E VONBUN, 2007; PRATES, 2010).

A função mais fundamental das reservas, porém, é a capacidade de atuação contra uma potencial crise de liquidez, evitando a possibilidade de default da dívida externa, ou de uma crise cambial, em que uma elevada fuga de capitais deve ser compensada pelos dólares disponibilizados pela autoridade monetária, anulando o efeito dos fluxos negativos no mercado de câmbio. Dessa forma, não apenas o total das reservas, mas a sua relação com o passivo externo de curto prazo que representa um indicador fundamental de se este estoque está ou não em níveis adequados.



Tabela 6 - Relação entre Passivo Externo de Curto Prazo e Reservas Internacionais

Ano	Passivo Externo Bruto (*)	Passivo Externo de Curto Prazo (*)	Reservas Internacionais (*)	PECP/RI
2002	353.964	54.455	38.731	1,41
2003	383.856	52.919	48.066	1,10
2004	412.370	60.998	50.962	1,20
2005	482.370	83.082	58.163	1,43
2006	551.419	122.802	70.432	1,74
2007	795.686	242.828	149.982	1,62
2008	873.524	286.350	199.084	1,44

(\*) Valores médios anuais

Fonte: Banco Central e Ipeadata

Elaboração própria

A tabela 6 nos dá os valores do passivo externo de curto prazo, e sua relação com as reservas internacionais. Os dados mostram que o indicador mais importante de solvência e liquidez, a relação entre o passivo externo de curto prazo e as reservas internacionais, sofre oscilações, mas termina o período mais ou menos no mesmo patamar que em 2002, porém em um patamar superior ao ano de 2003. Verificamos ainda que, o indicador sofre uma melhora a partir de 2006, ano em que a compra de ativos de reserva por parte da autoridade monetária brasileira se intensificou. Observamos que, em geral, o aumento das reservas internacionais acompanhou o movimento do passivo externo de curto prazo. Apesar disso, em nenhum momento analisado, o total das reservas superou o valor do passivo de curto prazo, o que pode indicar uma situação pouco confortável de sensibilidade aos choques externos

A tabela 7 nos mostra a composição do passivo externo bruto em relação à moeda em que cada parcela está denominada. O crescimento dos IDE e dos investimentos de portfólio (denominados em moedas estrangeiras) explicam o crescimento dessa parcela do passivo, apesar da relativa manutenção da dívida externa. Por outro lado, o crescimento da parcela denominada em reais, que atinge mais de 20% do total do passivo externo, é explicado pelo aumento dos investimentos estrangeiros em portfólio no Brasil, notadamente a compra de títulos de renda fixa por não residentes. Podemos perceber pela tabela que há uma melhora na composição do passivo externo, ao longo destes anos, com o aumento da participação relativa do passivo denominado em reais, moeda na qual o país não sofre o risco de default. Apesar disso, o total do passivo denominado em moeda estrangeira teve um crescimento acentuado no período.

Tabela 7 - Participação do Passivo Externo Denominado em Moeda Estrangeira em US\$ milhões

Ano	Passivo Externo Denominado em Moeda Estrangeira (*)	Passivo Externo Denominado em Reais (**)	Passivo Externo Bruto (PEB)	Passivo em Moeda Estrangeira / PEB	Passivo denominado em Reais / PEB
2001	361.317	18.303	379.620	0,95	0,05
2002	340.468	13.496	353.964	0,96	0,04
2003	366.546	17.310	383.856	0,95	0,05
2004	386.615	26.159	412.774	0,94	0,06
2005	432.956	49.157	482.113	0,90	0,10
2006	463.981	87.438	551.419	0,84	0,16
2007	625.618	170.067	795.686	0,79	0,21
2008	679.036	194.488	873.524	0,78	0,22

(\*) Inclui títulos de renda fixa no Brasil & moedas e depósitos

(\*\*) Inclui dívida externa, investimento direto estrangeiro e investimento em derivativos e ações no exterior

Fonte: Banco Central e Ipeadata

Elaboração própria

Merece destaque também a situação das rendas no Brasil, resultante de custo do passivo externo. É importante ressaltar que este é um problema crônico no Brasil, cuja conta de rendas é historicamente deficitária (SERRANO E MEDEIROS, 2003; GENTIL E ARAUJO, 2011; VAN NOIJE, 2011). Desde 1947, quando o Banco Central começou a contabilizar o dado, em todos os anos houve renda líquida enviada ao exterior. O que vamos observar é que o aumento do passivo externo (tanto o bruto quanto o líquido) tendem a piorar esta tendência e podem representar um grave problema para o Brasil, em especial no que diz respeito ao longo prazo, pois, como vimos, sempre que há déficit nas transações correntes, ocorre o aumento do passivo externo líquido e, dessa forma, o processo de realimentação que deteriora ainda mais esta situação.

A tabela 8 nos mostra o custo médio deste passivo ao longo dos anos. O primeiro aspecto que chama a atenção é o quanto este custo é elevado, variando na faixa dos 7 a 8 por cento do valor total do passivo externo líquido. Observamos uma pequena oscilação até 2005, seguido de queda em 2006 e 2007, e um grande aumento em 2008. De fato há uma séria de motivos que explicam bem este fenômeno. Em primeiro lugar, lembramos que é importante neste sentido a mudança na composição do passivo externo bruto, em que a dívida externa perde força para os investimentos em portfólio, que são mais caros, e o IDE que, a priori, possui um custo menos elevado.

Tabela 8 - Custo Médio do Passivo Externo Líquido

Ano	Passivo Externo Líquido	Renda Líquida Enviada ao Exterior (*)	Custo Médio do Passivo Externo Líquido
	US\$milhões	US\$milhões	
2001	272.533	19.743	7,24%
2002	241.171	18.191	7,54%
2003	256.635	18.552	7,23%
2004	271.749	20.520	7,55%
2005	320.278	25.967	8,11%
2006	349.751	27.480	7,86%
2007	465.418	29.291	6,29%
2008	459.477	40.562	8,83%

(\*) Não inclui salários e ordenados

Fonte: Banco Central e Ipeadata

Elaboração própria

Primeiro, tentaremos explicar o motivo de um custo médio elevado do passivo externo líquido em todos os anos observados. Um dos problemas encontra-se nas altas taxas de juros praticadas no mercado interno. Duas situações resultam deste fato, o custo do passivo externo bruto no país supera a rentabilidade dos ativos externos, o que reflete negativamente no custo líquido, como observamos na tabela 9.

Tabela 9 - Rentabilidade Média do Ativo Externo Bruto e do Passivo Externo Bruto do Brasil

Ano	Ativo Externo Bruto	Receita na Conta de Rendas (*)	Rentabilidade do Ativo	Passivo Externo Bruto	Gastos na Conta de Rendas (*)	Rentabilidade do Passivo
	US\$milhões	US\$milhões		US\$milhões	US\$milhões	
2001	107.086	3.009	2,81%	379.620	22.847	6,02%
2002	112.793	3.002	2,66%	353.964	21.295	6,02%
2003	127.221	3.070	2,41%	383.856	21.731	5,66%
2004	141.025	2.845	2,02%	412.774	23.546	5,70%
2005	161.835	2.869	1,77%	482.113	29.050	6,03%
2006	201.668	6.064	3,01%	551.419	33.722	6,12%
2007	330.267	10.996	3,33%	795.686	40.735	5,12%
2008	414.046	11.781	2,85%	873.524	52.888	6,05%

(\*) Não inclui as rendas de salários e ordenados

Fonte: Banco Central e Ipeadata

Elaboração própria

Esta tabela reflete também outro fato relevante. Já a partir de 2002, e principalmente em 2003, a rentabilidade dos ativos sofre uma queda, efeito natural do ciclo de alta liquidez e consequente queda nas taxas de juros internacionais. O Brasil respondeu com algum atraso a este fenômeno, não baixando imediatamente as taxas de juros internas (CARCANHOLO 2010). Além disso, quando se mostrou uma possível reversão do quadro, a autoridade monetária brasileira rapidamente elevou os juros domésticos. Percebemos, da tabela 9, portanto, variações mais consistentes na rentabilidade dos ativos, enquanto o custo do passivo

externo bruto sofre relativamente poucas alterações. Em relação ao custo líquido do passivo, ele parece responder, portanto, um pouco mais a rentabilidade dos ativos (ao invés do custo médio do passivo externo bruto), encarecendo quando esta rentabilidade diminui, porém ficando mais barato quando os juros médios internacionais sobre os ativos aumentam.

Devemos buscar entender, portanto, o porquê de o custo médio do passivo externo bruto ter se mantido relativamente constante no período, apesar das variações conhecidas nos juros internacionais, e da rentabilidade dos investimentos no Brasil, sejam diretos ou especulativos.

Tabela 10 - Custo Médio dos Componentes do Passivo Externo Bruto

Ano	Dívida Total <sup>(*)</sup>		Investimento Direto Estrangeiro <sup>(**)</sup>		Investimento em Carteira <sup>(***)</sup>	
	Juros Médio-Serviço da Dívida	Participação no PEB	Rentabilidade-Lucros e Dividendos	Participação no PEB	Rentabilidade-Lucros e Dividendos	Participação no PEB
2001	6,97%	0,62	3,55%	0,28	3,72%	0,11
2002	6,09%	0,66	5,42%	0,26	3,73%	0,09
2003	5,88%	0,63	4,64%	0,27	4,05%	0,10
2004	6,19%	0,56	4,75%	0,30	4,05%	0,14
2005	6,75%	0,44	5,97%	0,34	3,42%	0,22
2006	7,23%	0,37	6,71%	0,33	3,07%	0,29
2007	5,65%	0,34	7,55%	0,30	1,99%	0,36
2008	4,79%	0,37	10,15%	0,30	3,01%	0,32

(\*) Inclui a dívida externa e a dívida doméstica em poder de não residentes

(\*\*) Exclui empréstimos intercompanhias

(\*\*\*) Inclui investimento em ações e derivativos

Fonte: Banco Central e Ipeadata

Elaboração própria

Na tabela 10<sup>3 4</sup> estão separados os investimentos diretos e em carteira e a dívida total, além de suas respectivas participações no total do passivo externo bruto. Devemos ressaltar que, como a dívida total inclui tanto a doméstica em poder de não residentes quanto a externa, estão inclusos uma parte de seu custo é avaliada em juros internos e outra em juros internacionais. Apesar disso sabemos que ao longo deste período a parcela referente à dívida externa diminuiu no total da dívida.

<sup>3</sup> Na tabela 10 optamos por juntar a dívida externa e a dívida doméstica em poder de não residentes, pois na balança de pagamentos disponibilizada pelo Banco Central, a conta de rendas não discrimina as parcelas do pagamento destes juros.

<sup>4</sup> Na tabela 10 optamos pela colocação dos empréstimos intercompanhias, pois, além de ser contabilizado como dívida externa, o Banco Central, na conta de rendas, utiliza o termo "Juros" para discriminar as despesas com esta rubrica.

Podemos observar que as variações dos custos, em geral, são compensadas pelas variações de participação, o que explica as baixas variações no custo relativo total do passivo externo bruto. Em especial, entre 2004 e 2006, esse movimento é mais claro, pois a taxa efetiva sobre o passivo externo bruto sofre pequena queda, enquanto o custo da dívida total e dos investimentos diretos estrangeiros está subindo. Apesar disso, o custo dos investimentos em carteira sofre uma queda ao mesmo tempo que dobra sua participação no passivo externo.

É interessante também notar a evolução destes preços separadamente. Começamos pela análise da evolução do IDE durante o período. Em primeiro lugar, como era esperado, observamos que seu custo ele é inferior ao serviço da dívida em praticamente todos os anos estudados. Apesar disso, a partir da reversão dos fluxos de capitais ocorre a inversão deste quadro, ou seja, as remessas de lucros por parte das matrizes (que muitas vezes se encontram em situação financeira complicada, resultado de uma crise internacional) aumentam consideravelmente. Apesar de termos analisado que o estoque de IDE sofre menos alterações que o estoque de capitais especulativos, sendo muito menos volátil, podemos perceber aqui que essa dinâmica não se mantém na conta de rendas, de forma que a remessa de lucros cresça substancialmente nos período de reversão do ciclo internacional de liquidez.

Sobre o custo da dívida total, como afirmamos, é difícil inferir alguma conclusão, pois os dados agregados não nos permitem analisar de maneira eficaz os movimentos. Apesar disso, sabemos que a da dívida doméstica (em poder de não residentes) tem um custo mais elevado que a dívida externa e que e que sua parcela na dívida total cresce na maior parte do período estudado. Dessa forma, isso pode nos ajudar a compreender, em algum grau, o aumento da taxa de juros sobre esta a partir de 2003, e sua queda nos anos de reversão dos fluxos de capital. Por outro lado, a rápida queda nos custos a partir de 2007, alcançando rapidamente valores mais baixos que em vários anos anteriores nos mostra o caráter volátil da parcela do capital especulativo. Como sabemos, da tabela 4, o investimento em portfólio, dentro do qual está considerado o capital especulativo sobre em renda fixa no Brasil, cai vertiginosamente após instalada a crise .

O investimento em carteira, por sua vez, embora apresente sempre um custo relativamente baixo, sofre, assim como o investimento direto estrangeiro, uma forte e rápida

reversão dos custos em 2008, se comparado com 2007, além de perda da participação no total do passivo externo bruto.

Concluimos que a transformação do passivo externo líquido foi substancial depois à abertura financeira em que se inseriu o país e as questões que ocorreram nos mercados mundiais e o Brasil parece se mostrar cada vez mais depende deste fluxo de capitais. O aumento da participação dos IDE e dos investimentos em portfólio são extremamente importantes, o primeiro, teoricamente menos volátil e custoso que os outros, mas que mostrou ter um preço de manutenção muito mais elevado na situação de reversão da liquidez e o segundo que, pelo diferencial dos juros internos tende a aumentar o preço médio do passivo total e é extremamente volátil, respondendo com enorme velocidade aos choques externos. Por outro lado, a dívida externa dá sinais de estar controlada pela autoridade monetária brasileira, ainda que esse fato, para alguns autores, como Gentil e Araújo (2011), possa ter pouca representatividade dado o aumento do passivo externo líquido.

O crescimento das reservas, por sua vez, ajuda a controlar a situação dos compromissos de curto prazo e o risco elevado da grande fuga de capitais voláteis, como os investimentos de portfólio. Apesar do custo fiscal que a manutenção de um alto nível de reservas internacionais possui, ela é justificável, pois o governo obtém uma dívida cujo pagamento é garantido pela autoridade monetária enquanto se previne contra uma crise potencial que pode ser desencadeada pelo não rolamento da dívida externa de curto prazo ou da fuga de capitais especulativos, ou seja, pelas pressões internacionais que possam ocorrer em cima do passivo externo de curto prazo. Como este mostrou grande crescimento no período, a obtenção de ativos de reservas por parte do governo brasileiro foi justificada e buscou manter, a partir de 2006, a relação entre o passivo externo de curto prazo e as reservas relativamente estável em comparação ao início do período. Esta estratégia foi, sem dúvida, importante para a garantia contra uma crise de liquidez que poderia ter se instalado no Brasil em 2008

## CONCLUSÃO

Observamos neste trabalho que a situação de vulnerabilidade em que se encontra uma economia depende de aspectos diversos referentes a diversos valores encontrados tanto na balança de pagamentos quanto nos estoques de capital. Com o objetivo de buscar o crescimento econômico, deve ser buscada uma verdadeira harmonia entre os agregados e os indicadores.

É com esse propósito que são tomadas as decisões do governo, em busca de fomentar o investimento e, ao mesmo tempo, promover a estabilidade na economia doméstica. Esta, no entanto, nem sempre é uma tarefa fácil. A inserção internacional num mundo comercial e financeiramente globalizado tem consequências positivas e negativas no desenvolvimento interno. Em termos comerciais, as possibilidades de exportação são extremamente úteis como demanda de bens e serviços, além de terem a fundamental importância de geração de divisas. A importação, por sua vez, tem a capacidade de auxiliar no desenvolvimento e na industrialização, em especial nos países emergentes, como é o caso do Brasil.

A abertura financeira, por sua vez, cria a capacidade de captação de capitais que possam servir tanto para o investimento direto na produção econômica quanto numa estratégia de crescimento que se possa obter com déficits nas transações correntes. Vimos duas teorias distintas acerca dessas idéias: a possibilidade de endogenização do processo, em que a alta rentabilidade é capaz de absorver o capital necessário, sem que a economia esbarre em restrição externa, e a outra possibilidade, em que há o condicionamento do crescimento doméstico aos ciclos de liquidez internacional, em que é importante aproveitar as fases de abundância de créditos para fomentar a produção, além de diminuir a vulnerabilidade externa, se preparando para as fases de retração e menor capacidade de captação de divisas, nas quais é importante atentar-se aos equilíbrios na balança de pagamentos e a estabilidade econômica.

Vimos ainda o caso específico do Brasil e a evolução dos dados da balança de pagamentos e dos estoques de capital nos últimos anos antes da crise global de 2008. Ambos sofreram transformações nestes anos, mas principalmente o passivo externo líquido vem sofrendo profundas alterações, resultado da abertura econômica que vem ocorrendo.

Instalada a crise de 2008, observamos uma resposta bastante positiva da economia brasileira, com poucos efeitos e uma reversão rápida dos problemas instalados.

Quando analisamos os motivos dessa resposta, observamos que ela esteve, em grande medida, apoiada em uma situação externa extremamente favorável que se apresentou nos anos anteriores. Além disso, a estratégia de acumulação de reservas por parte da autoridade monetária também teve importância fundamental. O crescimento das exportações e os saldos positivos na conta corrente que se acumularam foram importantes nesse processo, assim como as altas reservas internacionais, que mantiveram a confiança dos investidores, de modo que, apesar dos fluxos negativos de capital, os estoques de investimentos não regrediram a patamares muito mais baixos.

No caso das exportações, destacamos que seu aumento foi resultado em grande medida das variações cambiais ocorridas em 1999, ano de crise internacional e em 2002, da eleição presidencial, além do aumento do preço internacional das commodities. Vimos que, apesar deste aumento, ele veio acompanhado de uma piora do perfil da pauta de exportações. Por um lado a participação das commodities no total destas se elevou, o que é um problema pelo fato de terem preços internacionais mais voláteis, o que aumenta a vulnerabilidade a choques externos. Além disso, observamos uma primarização dessas exportações, de modo que os produtos manufaturados perderam força, o que representa uma certa regressão nos termos de troca e no processo de desenvolvimento industrial do país.

Foi nos estoques de capital, no entanto, que encontramos uma maior transformação da inserção brasileira no mercado internacional. Observamos uma melhora substancial na capacidade de captação de recursos, e um efetivo aumento dos investimentos estrangeiros diretos. No entanto, o acelerado crescimento do passivo externo líquido do país, segundo alguns autores, como Gentil e Araujo, 2011, apresenta sinais preocupantes. Observamos que o ingresso de capital especulativo ganhou força ao longo dos anos, incentivado pelo aumento da



rentabilidade de se investir em ativos brasileiros, além dos altos juros praticados no mercado interno. Há dois problemas associados a isso, em primeiro são capitais altamente voláteis, sendo responsáveis pelos fluxos mais elevados de saída em situações de choques externos e reversão de liquidez internacional. Dessa forma, inserido no conceito de passivo externo de curto prazo, aumenta a vulnerabilidade externa e demanda maiores reservas internacionais que possam obter a confiança dos agentes estrangeiros. O outro problema é o custo de manutenção destes investimentos, pois demandam remessas de dividendos.

Este problema, do custo do passivo externo, aliás, foi analisado mais cuidadosamente. Observamos que a situação de rendas no Brasil, que sempre foi complicada, está em um rumo ainda pior. O grande crescimento do passivo externo líquido é responsável por um aumento nesse déficit, podendo resultar em elevados déficits nas transações correntes. Ainda pior é o fato de que este déficit deve ser compensado na conta financeira da balança de pagamentos, com um no aumento do passivo e a realimentação do processo. Vimos ainda que os altos juros praticados no Brasil são responsáveis por um custo ainda mais elevado. A diferença entre a rentabilidade do ativo externo bruto, que segue tendências internacionais de juros e o custo do passivo externo bruto, que devido ao aumento do capita especulativo, segue cada vez mais a tendência interna de juros (elevados como garantia do controle inflacionário), aumenta o custo médio do passivo externo líquido.

## Referências Bibliográficas

CARNEIRO, R. *Desenvolvimento em Crise, A Economia Brasileira no Último Quarto do Século XX*. Unesp. 2002

CAVALCANTI, M. A. D. de H & VONBUN, C. *Reservas Internacionais Ótimas para o Brasil: Uma Análise Simples de Custo-Benefício para o Período 1999-2007*. Texto para Discussão N° 1315, IPEA, Rio de Janeiro 2007.

CYSNE, R. P. *Passivo Externo Líquido Versus Dívida Externa Líquida*, 2008. Rio de Janeiro: FGV, 2008. Disponível em:

[http://www.fgv.br/professor/rubens/HOMEPAGE/ARTIGOS\\_E\\_REPORTAGENS\\_DE\\_POL\\_ECON/Artigos\\_Publicados/2008/Passivo%20Externo.pdf](http://www.fgv.br/professor/rubens/HOMEPAGE/ARTIGOS_E_REPORTAGENS_DE_POL_ECON/Artigos_Publicados/2008/Passivo%20Externo.pdf)

DA SILVA, L. G. *Vulnerabilidade Externa Estrutural da Economia Brasileira no Período 2003-2008*, Monografia não publicada, IE, UFRJ, 2010

HERMANN, J. *Ancoragem cambial em ambiente de elevada mobilidade internacional do capital: alcance, limites e soluções*. Estudos Econômicos, v. 29, n. 4, p. 475-511, 1999.

KRUGMAN, P. & OBSTFELD, M. *Economia Internacional: Teoria e Política*. 6ª Edição, Pearson. 2009

SERRANO, F. *Acumulação e Gasto Improdutivo na Economia do Desenvolvimento*. In: FIORI, L; MEDEIROS, C. A. (Orgs). *Polarização Mundial e Crescimento*. Petrópolis: Editora Vozes, 2001

SERRANO, F & SUMMA, R. *Política Macroeconômica, Crescimento e Distribuição de Renda na Economia Brasileira dos anos 2000* In: IV Encontro Internacional da AKB, 2011

SERRANO, F & MEDEIROS, C. Capital Flows to Emerging Markets Under the Floating Dollar Standard: a critical view based on the Brazilian experience, In: Rochon, L & Vernengo, M. (eds.) "*Monetary and Financial Integration*", forthcoming, Edgar Elgar, 2003

\_\_\_\_\_, C. Inserção externa, exportações e crescimento no Brasil In: Fiori, L. & Medeiros, C. (orgs.) *Polarização Mundial e Crescimento*, Editora Vozes, 2001.

PRATES, D. *O Regime Cambial Brasileiro de 1999 a 2008*, Brasília, DF: CEPAL. Escritório no Brasil/IPEA, In: Textos para Discussão CEPAL–IPEA, 12, 2010

TAVARES, M. C. (1978) *Ciclo e Crise*, Unicamp, 1998

VAN NOIJE, Paulo. *A Vulnerabilidade Externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do Fluxo de Rendas: Uma análise da Economia Brasileira no Período 1953-1963* In IV Encontro Internacional da AKB, 2011

FMI, *Balance of Payments Manual 5<sup>th</sup> Edition*. 1993. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/sta/bop/bopman.pdf>

\_\_\_\_\_, *Debt – and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability*, March 23, 2000. Disponível em: [http://www.imf.org/external/np/pdr/debtres/index.htm#III\\_A](http://www.imf.org/external/np/pdr/debtres/index.htm#III_A)

\_\_\_\_\_, *Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management: Accompanying Document*. March 26, 2003

<http://www.bcb.gov.br/>, acesso em: 08/11/2011

<http://www.ipeadata.gov.br/>, acesso em: 09/11/2011