

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

MIRIAN DA SILVA MATOS

**O CICLO DA DÍVIDA E A EVOLUÇÃO DAS CONTAS
EXTERNAS DO BRASIL DE 1994 A 2009.**

**PORTO ALEGRE
2010**

MIRIAN DA SILVA MATOS

**O CICLO DA DÍVIDA E A EVOLUÇÃO DAS CONTAS
EXTERNAS DO BRASIL DE 1994 A 2009.**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção de título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Sérgio Marley Modesto Monteiro

PORTO ALEGRE

2010

MIRIAN DA SILVA MATOS

**O CICLO DA DÍVIDA E A EVOLUÇÃO DAS CONTAS
EXTERNAS DO BRASIL DE 1994 A 2009.**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção de título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovado em: Porto Alegre, 13 de dezembro de 2010.

Prof. Dr. Sergio Marley Modesto Monteiro - orientador
Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Prof. Dr. Octávio Augusto Conceição
Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Prof. Dr. Pedro Cezar Dutra Fonseca
Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Aos meus pais Adair e Nely,
os primeiros professores de economia.

RESUMO

O presente trabalho objetiva analisar a evolução das contas externas do Brasil no período após o Plano Real, bem como as modificações ocorridas em sua composição ao longo dos últimos quarenta anos. Sob o referencial da Teoria do ciclo da dívida, pretende-se identificar a fase do ciclo em que se encontra a economia brasileira, e se está ingressando em novo estágio após recente anúncio de reversão da dívida externa líquida para crédito externo líquido. A expansão da industrialização brasileira nas décadas de 1970 e 1980 foi realizada com forte endividamento externo, predominantemente contratual e em moeda estrangeira. A estabilização econômica em 1994 também provocou aumento do endividamento externo, mas composto por diferentes elementos, que se somaram à expansão comercial entre 2003 e 2006, permitindo que em 2007 a dívida externa líquida fosse revertida. A elevação do saldo das reservas foi obtida pelo aumento das exportações nos anos recentes, mas também em grande medida pelo ingresso de investimento estrangeiro, não se enquadrando na mudança de fase do ciclo da dívida por não ser predominantemente de exportações e serviços.

Palavras-chave: Dívida externa. Ciclo da dívida. Plano Real.

JEL: F34

ABSTRACT

The present work aims to analyze the evolution of Brazil's external accounts in the post-real time, as well as any changes in its composition over the last forty years. Under the reference of the Debt Cycle Theory, we intend to identify which stage of the cycle the Brazilian economy is, and if it's entering a new stage after the recent announcement that the net external debt became to an external credit. The expansion of Brazilian industrialization in the 1970s and 1980s was done with heavy external borrowing, contractual and predominantly in foreign currency. The 1994 economic stabilization has also increased the external debt, but composed of different elements, which joined the trade expansion between 2003 and 2006, leading an external debt reversion in 2007. The reserve raising was achieved by an exports increase in recent years, but, in large measure, by external investments income too, not fitting in the debt cycle phase change because it's not predominantly from exports and services.

Key-words: External Debt. Debt Cycle. Real Plan.

JEL: F34

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	07
2	A TEORIA DO CICLO DA DÍVIDA	09
2.1	O BALANÇO DE PAGAMENTOS	10
2.2	O CICLO DA DÍVIDA	11
2.3	COMPONENTES DA DINÂMICA	15
3	ECONOMIA BRASILEIRA ANTES DO REAL	19
3.1	CHOQUES DO PETRÓLEO E RECESSÃO NO BRASIL	19
3.2	HIPERINFLAÇÃO E OS PLANOS ECONÔMICOS	23
4	EVOLUÇÃO DA DÍVIDA APÓS O REAL	29
4.1	PLANO COM ÂNCORA CAMBIAL: 1994 – 1999	29
4.2	PLANO COM METAS DE INFLAÇÃO: 1999 – 2009	37
5	EQUAÇÃO DO CICLO APLICADA AO BRASIL	47
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS	58
	REFERÊNCIAS	60

1 INTRODUÇÃO

Dentre os fatores que permitem avaliar a saúde econômico-financeira de um país, o conjunto das contas externas é considerado um dos mais importantes, ganhando cada vez mais destaque com a ascensão dos mercados globalizados. Tão grande é sua importância, que o desequilíbrio externo tem sido a causa das piores crises dos países em desenvolvimento nos últimos 40 anos, consequência dolorosa de terem se endividado em moeda estrangeira. Se fosse necessário apenas ter patrimônio suficiente para pagar a dívida, isto seria facilmente resolvido. O problema na verdade é ter que gerar divisas, que dependem primordialmente de exportações. Este tema foi alvo de estudos do Banco Mundial em suas publicações da década de 1980, bem como de diversos economistas como Blanchard (1983), Simonsen (1984), Cardoso (1987), Dornbusch (1989) e Sachs (1989).

O Brasil pode ser considerado um participante central das crises de endividamento externo dos anos 1970 e 1980, dadas suas proporções continentais e seu problema histórico de hiperinflação. Esta situação específica colocou o país no foco das discussões acadêmicas da época em todo o mundo. O assunto ficou menos evidente entre 1985 e 1994 devido a pequenas oscilações entre déficits e superávits na balança comercial, equilíbrio que trouxe certa tranquilidade por alguns anos. No entanto, o tema teve que ser retomado em meados da década de 1990, desta vez com novos componentes.

O recente processo de globalização facilitou a circulação de recursos, tornando rápida a entrada de capital estrangeiro e, mais rápida ainda, a sua saída. Este novo fator passou a integrar as crises do final da década de 1990 (leste asiático, Rússia, Brasil e Argentina), deixando evidente a vulnerabilidade externa dos países em desenvolvimento. Na primeira década de 2000 os países emergentes passaram a acumular elevadas somas em reservas, e o Brasil, levado pela alta de preços das *commodities* entre 2003 e 2007, acompanhou o fluxo. Estes sucessivos superávits na balança comercial permitiram que o setor público se tornasse em 2006, ao invés de devedor externo líquido, um credor externo líquido (MALAN, 2010). Também a composição do passivo externo mudou, o que deve ser tratado como uma mudança estrutural no nível de risco e daquilo que historicamente foi conhecido como uma elevada vulnerabilidade externa.

Embora o momento externo atual seja o mais favorável dos últimos anos, o assunto não deixa de ser de extrema importância para a economia do Brasil. No final dos anos 1970 e início dos 1980 o debate foi muito presente devido à crise da dívida, mas sua recente recuperação fez com que o assunto fosse perdendo destaque. No entanto, na fase atual da economia brasileira o passivo externo adquiriu elementos novos, o que torna seu estudo uma necessidade constante, pois combina oscilações de características semelhantes com novos e variados componentes.

O presente trabalho objetiva acompanhar a evolução das contas externas brasileiras de 1994 a 2009, período marcado pela mudança de perfil do endividamento externo após lançamento do Plano Real. Ao conduzir este estudo pela ótica da teoria do ciclo da dívida, espera-se que seja possível identificar se o país estaria ingressando em um novo estágio do ciclo, dado recente anúncio de superávit externo líquido.

O capítulo 2 tratará da teoria do ciclo da dívida externa, conforme apresentada por Simonsen (1984) e pelo Banco Mundial (1985). Esta teoria compreende estágios para as contas externas, credores e devedores. Acredita-se que, no decorrer do tempo, um país em desenvolvimento possa passar por cada um destes estágios e apresentar características bem peculiares em cada um.

No capítulo 3 será apresentado um breve resumo do período de trinta anos anterior ao lançamento do Plano Real, compreendendo os principais fatos que marcaram o quadro externo brasileiro. Nos anos 1970, o milagre econômico e os choques do petróleo, com a predominância do endividamento externo. Anos 1980, a crise da dívida externa, recessão e planos de estabilização econômica. Por fim, a primeira metade da década de 1990, com abertura econômica e hiperinflação.

O capítulo 4 abordará os anos do Real, dividido em duas partes. A primeira, do lançamento do plano com âncora cambial e seus impactos sobre a balança comercial. A segunda parte inicia-se em 1999, quando o câmbio passa a flutuar e entra em vigor o plano com metas de inflação.

No capítulo 5 serão apresentados os gráficos das contas externas brasileiras retomando todo o período revisado, com especial atenção para o comportamento do passivo externo líquido e da dívida externa líquida, bem como as diferenças fundamentais destes conceitos.

2 A TEORIA DO CICLO DA DÍVIDA

Durante as quatro décadas que se seguiram à Segunda Guerra Mundial, o comércio entre os países em desenvolvimento e os países industrializados aumentou expressivamente. Da mesma forma, aumentaram também os empréstimos concedidos pelas economias mais ricas às nações em desenvolvimento, já que estas precisavam de recursos para importar bens industrializados que não produziam, enquanto as nações desenvolvidas, com poupança abundante, buscavam melhor remuneração ao capital e mercado para seus produtos. Conforme Krugman e Obstfeld (2005), esse estreitamento da relação entre os dois blocos econômicos fez com que cada um se tornasse progressivamente mais dependente da saúde econômica do outro.

Na década de 1970 muitos países enfrentaram sérios problemas em suas contas externas, provocados em especial pelos dois choques do petróleo. Os desequilíbrios verificados nos países em desenvolvimento que dependiam de importação de petróleo já pareciam irreversíveis no início da década de 1980, e seus problemas macroeconômicos passaram a ser o centro das discussões sobre estabilidade e futuro da economia internacional. Por este motivo tornaram-se alvo de estudo de diversos economistas, na busca por alternativas para melhorar o gerenciamento destas dívidas e, principalmente, para impedir que a relação de confiança entre credores e devedores viesse a desmoronar.

Neste momento de severos desequilíbrios, o comportamento cíclico da flutuação de capitais voltou a ser debatido por estudiosos. Uma das contribuições apresentadas na época foi a teoria do Ciclo da Dívida, publicada por Simonsen em 1984 e pelo Banco Mundial no *World Development Report* 1985. Anteriormente, em sua forma mais simples, já havia sido escrita em 1958 por Kindleberger, como *The International debt cycle*.

Segundo esta teoria, seria possível classificar os países em estágios distintos de endividamento, conforme sua situação externa. O primeiro ponto a ser verificado, de acordo com Simonsen (2002a), é se o problema é de iliquidez ou de insolvência. Se utilizássemos os critérios das empresas, bastaria que o país tivesse bens ou moeda (no caso, cruzeiros) suficientes para cobrir a dívida e, naturalmente, nenhum país seria insolvente. No entanto, quando se trata de países com dívida externa o problema não é quanto à capacidade de pagamento em moeda doméstica,

mas sim quanto à capacidade de converter esta moeda em dólares. Trata-se, portanto, de uma questão de balanço de pagamentos, que não tem relação direta com os empréstimos externos.

2.1 O BALANÇO DE PAGAMENTOS

O Balanço de Pagamentos (BP), segundo Paulani e Braga (2007, p. 133), registra “todas as transações econômicas que o país realiza com o resto do mundo, num determinado período de tempo”. Por se tratar de operações efetuadas com o exterior, utiliza-se o dólar norte-americano como padrão para todos os registros. A estrutura do BP, de acordo com publicação do Banco Central do Brasil de agosto de 2010, compreende dois grandes grupos: a conta de transações correntes e a conta capital e financeira. A primeira delas, por sua vez, subdivide-se em três grupos: balança comercial, que contém a movimentação das mercadorias, ou bens tangíveis (exportações e importações); balança de serviços e rendas, com os bens intangíveis, classificados como serviços quando relacionados a atividades (fretes e turismo) ou como rendas quando fruto de capital investido (juros e lucros); e transferências unilaterais, que registra as remessas sem contrapartida (doações, tanto em moeda quanto em bens).

A soma destes três grupos resulta no saldo em transações correntes, ou no chamado saldo em conta corrente. Quando o fluxo de divisas apresenta mais entradas do que saídas, o saldo em conta corrente é superavitário. Do contrário, se há mais saídas do que entradas de divisas, o saldo é deficitário. A contrapartida deste déficit (ou superávit) é registrada na conta capital e financeira, e a diferença residual, na conta de erros e omissões. Na conta capital e financeira são registrados os empréstimos, investimentos e financiamentos entre países, e tudo o que não é coberto desta forma acaba por gerar variação no saldo das reservas.

Os lançamentos nas contas seguem o padrão contábil de partidas dobradas, ou seja, para cada crédito registrado nas contas de transações correntes por fluxo real de bens, haverá um débito na conta de capital pelo fluxo financeiro. A soma do saldo em transações correntes, da conta de capital e dos erros e omissões, resulta no saldo do balanço de pagamentos, o que equivale dizer que este é exatamente igual à variação nas reservas, porém com sinal inverso.

Outro registro que integra as contas externas de um país é a Posição Internacional de Investimentos (PII), responsável pela contabilização dos estoques de ativos e passivos externos, como investimentos diretos, empréstimos e reservas. A diferença entre o estoque de ativos e o de passivos resulta na PII Líquida, também chamada de Ativos Externos Líquidos. Nas palavras de Simonsen e Cysne (2009, p.81), “o BP contabiliza fluxos, enquanto que a PII contabiliza estoques”, com a diferença de que a PII leva em consideração a variação no preço dos ativos e passivos.

A conta corrente do BP pode ser dividida em transferência líquida de recursos para o exterior (bens e serviços) e renda líquida recebida do exterior (rendas e transferências unilaterais). Pela transferência líquida de recursos é possível verificar se o país absorve ou fornece mais produtos com relação ao resto do mundo. Este saldo é dado principalmente pela diferença entre exportações e importações, chamado com o sinal inverso de “hiato de recursos”. Em outras palavras, se determinado país importar mais que exportar, sua transferência líquida de recursos para o exterior será negativa, e seu hiato, positivo.

Ao denominar o passivo externo líquido D , igualmente se poderia dizer que $-D$ corresponde aos ativos externos líquidos. Desconsiderando-se variações nos preços dos ativos, pode-se dizer que o aumento de D em determinado período é igual ao déficit do balanço de transações correntes ocorrido no período, ou seja, à soma do hiato de recursos com a renda líquida enviada ao exterior. Segundo Simonsen e Cysne (2009, p. 82), “a maior parte do passivo externo líquido dos países em desenvolvimento costuma ser representada pela sua dívida externa líquida, isto é, pela sua dívida bruta menos reservas”.

2.2 O CICLO DA DÍVIDA

Toda transação registrada no balanço de um país será igualmente registrada em outro com a operação oposta, ou seja, sempre que um estiver importando, outro estará exportando. Nada impede que determinado país apresente saldo deficitário ou superavitário em sua conta corrente, o importante é verificar se este desequilíbrio pode ser considerado normal, ou se há necessidade de correção. Quando um país incorre em déficit em transações correntes, ele precisa recorrer a capitais externos para cobri-lo, naturalmente à determinada remuneração. Isso

implica em remessas de lucros e juros em períodos futuros, e exige que os projetos de investimentos gerem aumento das exportações (ou redução das importações) suficientes para remunerar o capital, ou o país acabará ampliando seu desequilíbrio.

A remessa de lucros e juros pode ser representada como uma fração i do passivo externo líquido D , sendo este i uma taxa média de remuneração ao capital externo, que pode sofrer alterações ao longo do tempo. Na conta corrente de um país devedor, o que resta além das rendas enviadas é o já citado hiato de recursos H . Como a variação do passivo externo líquido é a soma do hiato com a renda líquida enviada ao exterior, Simonsen e Cysne (2009, p. 90) apresentam a equação chave da teoria do ciclo da dívida:

$$dD/dt = iD - H \quad (1)$$

“onde dD/dt indica a derivada em relação ao tempo do passivo externo líquido e H a transferência líquida de recursos para o exterior (o que equivale dizer que $-H$ é o hiato de recursos)”. Para esclarecer a importância do sinal do H , este será positivo se o país apresentar superávit em suas contas de bens e serviços (exportações superiores às importações), e negativo se deficitário (importações superiores às exportações). D é positivo para os devedores internacionais e negativo para os países credores. É importante destacar que esta equação não contempla outros elementos mais recentes do passivo externo, como investimento direto e em carteira, devido ao caráter predominantemente contratual que o passivo externo apresentava na década de 1980, quando a teoria foi desenvolvida. Esta equação possibilita distinguir 6 fases do movimento do passivo (ou ativo) externo líquido:

Fase	Tipificação	H	D	dD/dt
I	Devedor jovem	-	+	+
II	Devedor intermediário	+	+	+
III	Devedor maduro	+	+	-
IV	Credor jovem	+	-	-
V	Credor intermediário	-	-	-
VI	Credor maduro	-	-	+

Tabela 1 - Evolução dos ativos e passivos externos líquidos nas fases do ciclo da dívida.
Fonte: Simonsen e Cysne (2009). Elaboração própria.

Na primeira fase o devedor jovem apresenta saldo deficitário na conta corrente, e inicia a expansão de seu passivo ampliado pelos juros. Na segunda fase ele passa para devedor intermediário, ou seja, já consegue apresentar transferência líquida de recursos para o exterior, mas ainda em volume inferior à remessa de renda (iD), e permanece com a dívida crescente mas em menor aceleração. Na terceira fase o país consegue ampliar a transferência de recursos em quantidade suficiente para superar a remessa de juros. Neste momento o então devedor maduro reverte sua situação dando início ao declínio do passivo externo líquido.

Chega um momento em que este passivo declinante se torna um ativo, e o país ingressa na fase de credor jovem, ainda com transferência de recursos para o exterior e agora com a receita dos juros. Na quinta fase o credor intermediário recomeça a absorção de recursos do exterior, mas ainda em volume menor que a renda líquida recebida, portanto o ativo externo líquido permanece em ascensão. Por fim, o país ingressa na sexta fase e passa a utilizar recursos do exterior em montante superior às rendas recebidas, e a ter ativo externo líquido declinante. Esta evolução pode ser acompanhada na Figura 1, baseada nas ilustrações do Relatório do Banco Mundial (1985, p. 47) e de Simonsen e Cysne (2009).

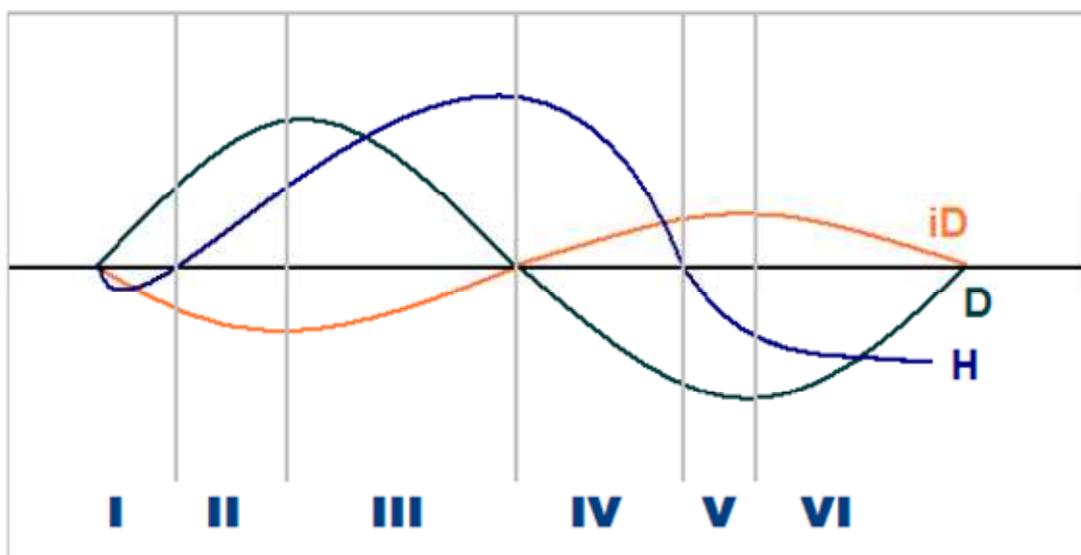


Figura 1 - As fases do ciclo da dívida.

Fonte: Banco Mundial (1985); Simonsen e Cysne (2009). Elaboração própria.

Sendo assim, de acordo com Simonsen e Cysne (2009, p. 91), é possível classificar facilmente um país em um dos seis estágios: “basta, para tanto, observar três sinais, o da transferência líquida H de recursos para o exterior, o do passivo externo líquido D e o saldo em conta corrente $-dD/dt$ do balanço de pagamentos”.

Naturalmente, não existe obrigatoriedade que determinado país passe pelas seis fases bem definidas e em ordem. Qualquer movimento inesperado do mercado pode lançar um país de uma determinada fase para 3 fases à frente, ou ficar em transição de uma para outra por um longo período.

Esta mesma equação também foi apresentada por Simonsen (1984) com taxas ao invés de números absolutos, para verificar se determinado país seria capaz de manter-se na etapa 1 por tempo indefinido. Sendo X o valor das exportações anuais de um país, $x = X/X_{t-1}$ a sua taxa de crescimento, e $z = D/X$ a taxa dívida líquida/exportações, a equação da dívida equivale a:

$$dz/dt = (i - x)z + g \quad (2)$$

onde $g = H/X$, ou seja, o hiato é apresentado como proporção das exportações. Através da equação acima, podemos chegar a uma condição de estabilidade de longo prazo, representada na equação:

$$z_{lim} = g / (x - i) \quad (3)$$

Isto equivale dizer que, se a taxa de crescimento das exportações se mantiver superior à taxa de juros, então uma situação de hiato de recursos permanente pode ser conciliada com uma taxa limitada de dívida/exportações. Para ingressar na fase 2 é necessário gerar superávit de recursos, ou seja, $H = -hX$ e em taxa constante com relação às exportações:

$$dz/dt = (i - x)z - h \quad (4)$$

Desta forma, é possível prever a liquidação da dívida em um horizonte finito de tempo. Basta manter h positivo (superávit) e $(x - i) > 0$, ou seja, a taxa de crescimento das exportações superior à taxa de juros. Por fim, para alcançar a fase 3, faz-se necessário um superávit ainda maior, ($h > zi$), o que significa que para entrar no estágio de dívida declinante é necessário uma taxa de superávit superior a taxa de crescimento da dívida multiplicada pela taxa de juros.

Although based on simple balance of payments tautologies, the foregoing analysis leads to some important conclusions: First, as far as sovereign risk is concerned, there is no clear borderline between illiquidity and insolvency. [...] since neither h , nor x nor i can be predicted on safe grounds, the best one can do is to attribute subjective probabilities to the alternative scenarios. Second, actions to improve the solvency probabilities should be urgently undertaken, in the economic policy area and on the institutional front. (SIMONSEN, 1984 p. 13).

2.3 COMPONENTES DA DINÂMICA

Esta preocupação pelo rumo da dívida externa dos países em desenvolvimento também é amplamente discutida no *World Development Report*. Segundo o Banco Mundial (1985), as economias que se endividaram na década de 1970 deveriam ter investido em projetos que proporcionassem rendimentos suficientes para honrar o serviço da dívida e amortizá-la. No entanto, ocorreu exatamente o oposto, uma deterioração contínua das contas externas na década de 1980 provocada por investimentos ineficientes.

De acordo com Krugman e Obstfeld (2005), é natural que os países em desenvolvimento tivessem dificuldade para investir competitivamente com relação às nações desenvolvidas. Sair da pobreza é, na verdade, o maior desafio para as nações em desenvolvimento, porque a maioria delas é carente em um dos principais fatores de produção essenciais à indústria: a mão-de-obra especializada, principal causa do baixo nível de renda per capita.

Dentre os fatores agravantes da situação externa das nações endividadas na década de 1980, o Banco Mundial aponta dois como centrais para a dinâmica da dívida externa: a oscilação da taxa de juros internacional e a pauta de exportação focada em *commodities*.

A taxa de juros, componente de grande importância na equação da dívida, é definida tanto por questões internas do tomador do crédito quanto mundiais. Dentre as questões internas, o que define a que preço um país terá seu hiato financiado pelo resto do mundo combina aspectos qualitativos e quantitativos. Segundo Simonsen e Cysne (2009, p. 92), “entre os primeiros se destacam o potencial de crescimento de sua produção e de suas exportações, a estabilidade de suas instituições políticas e econômicas e a qualidade de sua administração pública”. Pelos aspectos quantitativos, tem grande importância a relação dívida líquida/exportações ou, em outros termos, a capacidade do país de gerar divisas para honrar suas dívidas. Embora bastante simplificada, já que divide estoque por fluxo, esta relação demonstra em quanto tempo a dívida poderia ser amortizada caso as importações cessassem.

O cenário mundial também é responsável por alterações nas taxas de juros quando em momentos de crise ou de abundância de recursos, como foi verificado nas décadas de 1970/80, com elevação do crédito com os “petrodólares” e

posterior enxugamento devido a crises em diversos países. São também decisivos os aumentos da taxa de inflação e de desemprego ao redor do mundo.

Segundo o Banco Mundial (1985), a taxa de desemprego nos países desenvolvidos é uma das responsáveis pela oscilação nos preços das *commodities*. Por isso defendem que a especialização dos países em desenvolvimento como primário-exportadores é um fator agravante do risco. Primeiro, porque são tomadores de preço, já que a venda de seus produtos segue preço determinado pelo mercado, e sofre queda com crises e consequente aumento do desemprego nas economias desenvolvidas. Segundo, porque geralmente apresentam concentração na pauta exportadora e nos parceiros comerciais.

Por terem histórico de forte centralização da dinâmica econômica no setor primário, os países em desenvolvimento sempre estiveram atrasados industrialmente quanto às economias desenvolvidas. Na década de 1980, muitos destes já apresentavam avanços em termos do nível de industrialização, mas sempre dependentes dos bens de capital produzidos no exterior. Por esta característica é que as economias em desenvolvimento geralmente se enquadravam na fase do devedor jovem, pois precisavam importar os bens ainda não produzidos internamente.

Neste período da economia mundial, os países que se encontravam na fase de devedor jovem eram quase que totalmente dependentes dos países industrializados. Aqueles que se utilizavam da poupança externa apenas para suprir necessidades de consumo acabavam agravando progressivamente sua situação no estágio 1, que inevitavelmente culminava em calote. Por outro lado, alguns aproveitaram este crédito externo para promover sua industrialização, o que lhes permitia avançar nas exportações até ingressar na fase 2, de devedor intermediário.

Os países que não conseguiam reverter seus déficits, segundo Wolf (2009), ingressavam em sucessivas crises porque, no curso da liberalização de alguns países emergentes, foram cometidos vários erros fundamentais, sendo os principais: a limitação das instituições de assumirem responsabilidades; os sistemas legais continuarem inadequados; dificuldade em policiar e regular um sistema tão complexo; tomada de empréstimos em moeda estrangeira; má gestão da liberalização e, principalmente, indisciplina fiscal – quase sempre gerando inflação.

O ponto mais importante, segundo Wolf (2009), é que as crises financeiras dos mercados emergentes exercem grandes efeitos macroeconômicos.

Em épocas de entradas de capitais externos, os países podem incorrer em grandes déficits em conta corrente, mas, quando estes capitais externos retornam, os países precisam restaurar o equilíbrio de suas contas com muita rapidez. Neste momento os governos precisam incentivar a produção de bens para exportação, e uma das formas de se conseguir tal resultado é pela depreciação da taxa de câmbio real, o que gera uma série de consequências dolorosas. Com todas estas crises, muitas economias emergentes aprenderam a lição: não toleram mais déficits em conta corrente, e não tomam mais crédito em moeda estrangeira.

Por muito tempo acreditou-se que o fluxo de capital dos países ricos para os pobres seria o natural, já que nestes últimos os recursos são escassos e, portanto, tenderiam a remunerar melhor o capital. Contudo, as recorrentes crises financeiras das economias em desenvolvimento até a década de 1990 lhes impuseram certas mudanças nos anos que se seguiram. Como precaução, os países em desenvolvimento (em especial a China e os exportadores de petróleo) passaram a buscar cada vez mais superávits em suas contas correntes. Para tanto, controlaram o câmbio de modo a incentivar a exportação e incrementaram fortemente as reservas em moeda estrangeira. Tudo isso proporcionou um significativo aumento das poupanças em comparação ao dos investimentos no começo da década de 2000.

Neste novo cenário, no qual as economias em desenvolvimento são fornecedoras de capital, é fundamental que exista a contrapartida, ou seja, o aparecimento de economias ricas capazes de absorverem este excesso de poupança mundial, com estrutura financeira suficientemente desenvolvida para minimizar os riscos. Assim ascende os Estados Unidos como principal nação tomadora internacional de crédito.

Neste sentido desenvolve-se uma série de estudos para acompanhar esta inversão entre países credores e devedores. Cline (2005), em sua obra intitulada "*The United States as a Debtor Nation*", demonstra como os Estados Unidos parecem ter se tornado uma "aberração" dentro da lógica, até então considerada censo comum, de flutuação do capital. Da mesma forma seguiram outros países, como Austrália e Canadá, com persistentes déficits em conta corrente.

Com esta inversão de papéis entre as fases do ciclo da dívida, muitos países em desenvolvimento passaram à posição de Credores Jovens, com superávits em conta corrente e rendas positivas pelo fornecimento de crédito ao

exterior. Seguindo esta lógica, também o Brasil passou por significativas alterações em sua situação externa, e somente com uma análise mais detalhada de sua evolução histórica será possível visualizar com mais clareza se esta pode ser considerada uma mudança estrutural.

3 ECONOMIA BRASILEIRA ANTES DO REAL

3.1 CHOQUES DO PETRÓLEO E RECESSÃO NO BRASIL

O primeiro choque do petróleo em 1973 atingiu o Brasil em um momento único de seu crescimento econômico, quando vinha apresentando taxa de crescimento média superior a 10% a.a. desde 1968, período que ficou conhecido como “milagre econômico”. De acordo com Rego e Marques (2006), seu sucesso foi resultado de uma combinação de políticas expansionistas, incentivo à indústria de base e grande entrada de capital estrangeiro, tanto na forma de investimentos diretos quanto, especialmente, na forma de empréstimos.

Este processo de industrialização, no entanto, não se deu de forma homogênea entre os setores. A indústria de base permanecia muito aquém do desejado, e por isso o país seguia bastante dependente dos bens de capital importados. Em março de 1974, assume no governo federal o general Ernesto Geisel, juntamente com a necessidade de decidir pelos rumos da economia frente à crise mundial, que segundo A. Castro e Souza (1985), seriam por financiamento ou ajustamento.

A escolha pelo financiamento seria a manutenção do crescimento acelerado com endividamento externo, que significava evitar, ou pelo menos postergar, os sacrifícios de um ajustamento. A segunda opção, por sua vez, exigia políticas fiscal e monetária restritivas, no sentido de desaquecer a economia para buscar o equilíbrio das contas externas pela redução das importações. A escolha do governo foi pelo crescimento, que, segundo A. Castro e Souza (1985, p.34), “longe de evitar problemas, a opção brasileira foi no sentido de atacá-los pela raiz”. Se o mundo estava em desequilíbrio, era, portanto, ainda mais importante reduzir a dependência externa.

Neste intuito é lançado o II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND), para dar continuidade ao processo de substituição de importações com foco na indústria de base. Enquanto o mundo inteiro sofria os efeitos do choque do petróleo, o Brasil optava, segundo Rego e Marques (2006), pela “fuga para frente”, ou seja, ao invés de utilizar medidas recessivas, o que se seguiu foi um agravamento do endividamento externo, com juros ainda mais elevados, e aumento da taxa de

inflação, tudo para não comprometer o processo de industrialização ainda não concluído.

A taxa de juros internacional apresentou forte elevação com o choque de 1973, mas logo se tornou bastante favorável ao andamento do plano. Segundo Bier, Paulani e Messenberg (1987, p.83) “passado o período de curta duração em que se elevaram, mantiveram-se em níveis bastante reduzidos, pelo menos até 1977”. Conforme Cardoso (1989), o choque exigiu do Brasil uma estratégia que combinava altas taxas de crescimento, embora mais lentas, e intensificação dos investimentos do governo para a continuidade do PSI. Neste momento, o financiamento externo foi crucial para o sucesso do plano, combinado com a necessidade de investir dos países exportadores de petróleo, que acumulavam grandes somas em um período de juros baixos, tornando extremamente fácil e barato o acesso ao crédito externo.

Garantidas a demanda e a oferta de crédito, a estratégia brasileira conseguiu manter sua taxa de crescimento entre 1973 e 1979 acima de 7% a.a., muito superior a de outros países importadores de petróleo. Por outro lado, de acordo com Cardoso (1989), sua dívida externa líquida ingressou em uma trajetória ascendente fortemente acelerada, de US\$ 6,6 bilhões no final de 1972 para US\$ 38,2 bilhões ao final de 1978 (BACEN-SGS). Esta cifra, segundo Blanchard (1983), era muito superior ao padrão internacional, principalmente se comparada a de outras economias emergentes como Índia e China.

Através das empresas estatais, o governo recorria maciçamente ao crédito externo, muito mais para cobrir o rombo do balanço de pagamentos do que por necessidade de caixa dessas empresas. Também o Banco Central passou a assumir boa parte do endividamento em moeda estrangeira que o setor privado havia contraído em anos anteriores, confirmando a tendência de estatização da dívida externa que, conforme Cruz (1995), chegou a superar 80% da dívida total nas mãos do Estado.

A inflação brasileira, que já era uma preocupação antiga, atingiu novos patamares com a alta do petróleo. Segundo Goldfajn e Minella (2007), embora o PIB tenha apresentado crescimento muito superior às demais economias no período 1974-80, a taxa de inflação medida pelo IGP-DI passou de 15,5% em 1973 para 110,2% em 1980. Com o segundo choque do petróleo em 1979, as taxas de juros internacionais aumentaram rigorosamente, elevando com ela os encargos da dívida contraída pelo Brasil nos anos anteriores, já que, conforme Rego e Marques (2006,

p.135), “a deficiência deste esquema financeiro está no fato de que os empréstimos eram concedidos a taxas de juros flutuantes”.

Em 1980 o Brasil passa pela transição do governo Geisel para Figueiredo, com a necessidade de alterar a estratégia econômica: o então ministro Simonsen foi substituído por Delfim Netto, que pretendia combater a inflação com crescimento econômico. No entanto, a piora na situação cambial e na inflação levou o governo a reverter a política econômica, partindo para uma alternativa ortodoxa. Delfim promoveu maxidesvalorizações cambiais para incentivar as exportações e conter as importações, o que, segundo Gremaud et al. (1999), levou o Brasil a uma recessão profunda entre 1981 e 1983.

Quanto a esta estratégia adotada, Blanchard (1983) expõe que é importante tomar cuidado para conter a demanda sem redução nos investimentos. Reduzir consumo é, de fato, importante para a estabilização das contas externas porque freia as importações, mas corre-se o risco de reduzir também o nível de investimento, que pode prejudicar o andamento das exportações.

If a reduction in the growth of debt must be achieved, investment spending and consumption spending should not be treated identically. Measures such as an exchange rate depreciation or a recession are likely to affect both investment and consumption, or even to alter investment more than consumption, and are therefore not attractive in this respect. (BLANCHARD, 1983, p. 195).

Outro ponto decisivo na mudança de cenário em 1980 foi a alteração da política monetária norte-americana com o início do governo Reagan. Conforme Gremaud et al. (1999), o FED (*Federal Reserve*) – banco central americano – passou a adotar uma política monetária restritiva para conter a desvalorização do dólar, elevando violentamente as taxas de juros e transformando os EUA no maior absorvedor da liquidez mundial. Neste contexto, muitas economias em desenvolvimento tiveram problemas para renovar suas dívidas, “levando à insolvência polonesa e argentina e à moratória mexicana, no chamado ‘setembro negro’ (1982), o que provocou o rompimento completo do fluxo de recursos voluntários aos países em desenvolvimento”, conforme Gremaud et al. (1999, p. 270).

Com estes problemas em diversos países, o crédito que já era caro, foi praticamente suprimido. Um acompanhamento da LIBOR (*London interbank offer rate*) apresentado por Dornbusch (1989) mostra que a taxa de aproximadamente 5%

em 1977 salta para o pico de 18% em 1982 e, para agravar a situação dos países em desenvolvimento primário exportadores, piora também o preço das *commodities*. *“In 1980-82 debtor countries were hurt both by increased nominal interest rates and by declining commodity prices. The combination implies that the real interest rate facing debtor countries was much higher than 20 percent per year.”* (DORNBUSCH, 1989, p. 302).

O aperto de 1982 levou o Brasil a recorrer formalmente ao FMI. Conforme Rego e Marques (2006, p. 146), “as negociações entre o país e o FMI foram bastante complexas, resultando na assinatura de sete cartas de intenções em 24 meses”. Ainda que houvesse grande preocupação do Fundo com a situação fiscal e com a inflação brasileiras, o foco da discussão era, sem dúvida, a balança de pagamentos.

Assim, o país apresentou variações negativas no PIB entre 1981 e 1983, mas conseguiu o que buscava com o ajuste externo: uma incrível recuperação da balança comercial em 1984 e PIB crescente nos anos seguintes. De acordo com Delfim Netto (2005, p. 243), “o saldo das transações correntes passou de US\$16,3bi negativos em 1982 para US\$6,8bi ainda negativos em 1983, revertendo para US\$95mi positivos em 1984”. Alguns autores atribuem esta reversão, não só à recessão dos anos anteriores, mas também à conclusão de diversas obras do II PND. Conforme Rego e Marques (2006, p. 150), “esses resultados só foram possíveis em razão do início das operações de vários projetos implantados com o II PND, que permitiram o aprofundamento da substituição de importações”.

Um aspecto importante a ser apontado é quanto ao caráter essencialmente estatal da dívida externa. Segundo Cruz (1995), o governo detinha mais de 80% do endividamento externo através de suas empresas estatais, mas não era o gerador das divisas da exportação. Quem exportava e trazia divisas eram as empresas privadas, que as vendiam ao governo para que este pagasse o serviço da dívida. Para fazer este câmbio o governo precisava emitir papel moeda ou títulos da dívida interna, o que agravava a inflação e forçava a elevação da taxa de juros. Desta forma, todo o ônus da dívida recaía sobre o governo, enquanto o setor privado obtinha farta remuneração por suas exportações.

3.2 HIPERINFLAÇÃO E OS PLANOS ECONÔMICOS

Amenizado o problema externo, o foco passou a ser o combate à inflação. De 1986 até 1994, o país passou por diversas tentativas de estabilização com planos heterodoxos, baseados no congelamento de preços e da taxa de câmbio. Todas fracassaram: a cada plano a hiperinflação voltava mais forte. Segundo Delfim Netto (2005), as incertezas quanto ao câmbio e à hiperinflação agravaram a situação das exportações e reduziram o nível de investimentos, comprometendo o crescimento econômico.

Com a redemocratização ao final do período militar, o Brasil ingressou no curto período chamado “Nova República”, entre 1985 e 1989. Embora o país tenha apresentado elevada média de expansão do PIB, segundo L. Castro (2005a), as contas fiscais e externas se deterioraram fortemente neste período. Após a primeira eleição desde 1960, o então presidente eleito Tancredo Neves acabou falecendo antes de sua posse, e quem assumiu foi seu vice José Sarney. Como o IGP já ultrapassava 200% em 1984, era urgente que se tomasse providências para conter a inflação.

Na época surgiram algumas propostas de estabilização, cabendo destaque à do “choque heterodoxo” de Francisco Lopes e à da “reforma monetária” de André Lara Resende e Pêrsio Arida. Segundo D. Carneiro e Modiano (1990), o “choque heterodoxo” propunha o congelamento temporário dos preços, dos salários e da taxa de câmbio. Já a outra opção sugeria que se criasse uma “moeda indexada” para alcançar a desindexação através da indexação plena.

A principal crítica ao choque heterodoxo era quanto ao momento em que iria congelar a renda, dadas as disparidades dos reajustes salariais ao longo do tempo. Tanto Modiano (1990) quanto L. Castro (2005a) explicam que, em meio à inflação, os salários reais vão perdendo valor até o vale que antecede novo reajuste, quando saltam para o pico do salário real, iniciando nova queda pela “rampa inflacionária”. Em média o salário real fica no meio desta “rampa inflacionária”. Como os salários, rendas e aluguéis não são reajustados em um mesmo momento, o congelamento pode ser acionado pegando salários que se encontram no pico enquanto outros se encontram no vale.

Os formuladores do Plano Cruzado viam na inércia inflacionária o fator mais importante da inflação, e por isso optaram pelo congelamento de preços com

aumento real do salário mínimo, minimizando assim o problema dos que se encontravam no “vale”. Conforme Cardoso (1994), o plano lançado em fevereiro de 1986, quando a taxa de inflação anual girava em torno de 400%, conseguiu manter a inflação praticamente nula durante seis meses. Menos de um ano mais tarde ela explodia, superando as taxas anteriores ao plano.

O sucesso dos primeiros meses, segundo Modiano (1990), foi garantido pelo congelamento dos bens fornecidos pelas estatais, principalmente petróleo e siderurgia, já que não havia como fiscalizar estritamente o setor privado. No entanto, os custos nas estatais aumentavam com o passar do tempo, tornando-se um ônus muito pesado para o governo. O aumento real do poder de compra da população, somado à redução do imposto de renda e da taxa de juros após anos de recessão, detonaram conjuntamente uma explosão de consumo, evidenciando pressão de demanda na economia e causando rápida escassez de alguns produtos.

Pela ótica das contas externas, de acordo com Cardoso (1994), o plano inicialmente foi bem sucedido graças à herança de 1984, combinada com redução no preço do petróleo e queda dos juros internacionais. No entanto, com o aquecimento da economia, a pressão por importados voltou a crescer e, no final de 1986, o país se deparava com mais uma crise no setor externo. “Hoje em dia o Plano Cruzado é visto como o mais óbvio exemplo de fracasso de planos heterodoxos para acabar com a inflação” (CARDOSO, 1994, p. 101).

Em 1987, a inflação alta combinada com a balança comercial deficitária, levou o país a declarar moratória da dívida externa em fevereiro. Em abril do mesmo ano o ministro Dílson Funaro deixou o cargo, e assumiu Luís Carlos Bresser Pereira, lançando mais uma tentativa de estabilização em junho, o Plano Bresser. Segundo Modiano (1990), este plano foi anunciado como um programa de estabilização híbrido, combinando elementos ortodoxos e heterodoxos para combater a inflação. Congelamento de salários pelo prazo máximo de três meses para reajuste, e congelamento de preços também pelo mesmo prazo. Porém, desta vez promoveram reajuste de preços públicos e administrados de diversos setores antes do congelamento, como energia elétrica e combustíveis.

O plano também promoveu minidesvalorizações diárias do cruzado, o que restabeleceu a confiança no câmbio e deu novo impulso às exportações. Conforme Modiano (1990, p. 369), “o saldo da balança comercial passou de um déficit de US\$40 milhões em fevereiro de 1987 para um superávit de mais de US\$1,4 bilhão a

partir de junho”. Contudo, a pressão inflacionária se tornava cada vez mais forte, o que levou o governo a permitir reajuste de preços de alguns bens, desencadeando grande reajuste salarial indexado à inflação. Com a crescente insatisfação da população, o ministro Bresser Pereira pediu demissão, sendo substituído por Maílson Nóbrega em janeiro de 1988.

O novo ministro iniciou sua gestão repudiando a alternativa heterodoxa de combate à inflação. Segundo L. Castro (2005a), sua proposta de redução gradual da inflação e do déficit público ficou conhecida como “política do feijão-com-arroz”. O anúncio de que o governo não promoveria congelamentos manteve a taxa de inflação dentro do pretendido pelo governo no primeiro trimestre de 1988, mas que não pôde ser mantido no segundo trimestre devido a um choque agrícola e ao aumento dos preços públicos. Em julho a inflação bateu novo recorde, 24% no mês pelo IPC, decretando o fracasso do gradualismo no combate à inflação.

No setor externo, o governo conseguiu negociar os juros atrasados, “cabendo dois terços aos bancos credores e um terço ao governo brasileiro”, conforme Modiano (1990, p. 372). O acordo trouxe o país de volta ao formato convencional de negociação com o exterior, com uma economia pela redução do valor a pagar, mas também com um ônus de ter em seu histórico uma moratória.

Um novo plano foi lançado em janeiro de 1989, o Plano Verão, com a troca do cruzado para o cruzado novo, e câmbio fixado de um dólar norte americano por NCz\$1. Este, segundo L. Castro (2005a) e Modiano (1990), consistia em um plano híbrido, com elementos ortodoxos e heterodoxos. Pelo lado ortodoxo, promoveu aumento da taxa de juros para evitar especulações com moeda estrangeira e estoques, e também reduziu as despesas públicas. Pelo heterodoxo houve novo congelamento de preços e salários, desta vez por prazo indeterminado e com a extinção de todos os mecanismos de indexação.

A paridade cambial representou uma desvalorização de 18% da moeda doméstica, levando a balança comercial a registrar superávits recorde no primeiro trimestre de 1989. Os lucros do setor exportador eram convertidos para cruzados novos pelo governo e bem remunerados a uma taxa de juros elevada, o que fez a dívida interna aumentar com maior aceleração. Da mesma forma que o Plano Bresser, o Verão decretou aumento prévio dos preços públicos e tarifas, gerando descontentamento populacional e pressão por aumento de salários. Mesmo com a contenção do crédito, o consumo mantinha-se elevado pelo temor de uma explosão

dos preços, que de fato acabou ocorrendo: a inflação ultrapassou 80% ao mês no começo de 1990 (CASTRO, L., 2005a). Assim a hiperinflação passou a fazer parte do cotidiano da população brasileira.

Com a virada para a década de 1990, é eleito o presidente Fernando Collor de Mello. Seus planos de estabilização Collor I e Collor II são lançados em meio a um novo cenário econômico mundial, pautado pelo liberalismo econômico do Consenso de Washington. Conforme I. Castro (2005b, p. 145), em 1989 foi realizado um encontro na capital norte-americana onde listou-se “uma série de reformas que os países em desenvolvimento deveriam adotar na área econômica para que entrassem em uma trajetória de crescimento auto-sustentado”. Os principais pontos, alinhados à política de Ronald Reagan nos EUA e de Margareth Thatcher na Inglaterra, referiam-se à liberalização comercial e financeira, disciplina fiscal e redução do papel do Estado na economia.

O modelo de industrialização adotado pelo Brasil desde o pós-Guerra, segundo L. Castro (2005b), continha características bem marcantes: o Estado como provedor de infra-estrutura, elevada proteção à indústria nacional, com diversos tipos de barreiras à entrada de importados, e fornecimento de crédito barato para implantação de novos projetos. Como consequência, a indústria brasileira se desenvolveu com ineficiência e desperdícios ao longo da cadeia produtiva (MOREIRA, 1999). A proteção permitia preços internos mais elevados, escalas pouco competitivas e baixa taxa de produtividade por trabalhador. Não havia incentivo para a redução de custos e para o desenvolvimento de produtos de melhor qualidade, já que a concorrência era apenas entre os produtos nacionais.

Collor conduziu seu mandato com políticas para a intensificação da abertura econômica e para a redução da participação do Estado, iniciando o processo de privatizações. De acordo com Rego e Marques (2006, p. 208), a abertura comercial “provocou uma profunda reestruturação industrial no Brasil, trazendo benefícios para os consumidores [...], embora com impactos negativos sobre o nível de emprego”. As indústrias brasileiras tiveram que se adaptar rapidamente ao novo padrão de concorrência, e as que não conseguiram acabaram falindo.

Para combater a inflação, o presidente lançou o Plano Collor I já em seu primeiro dia de mandato. De acordo com Gremaud et al. (1999), além do diagnóstico tradicional de descontrole monetário e fiscal, os formuladores do plano também viam

na crescente liquidez dos haveres financeiros não monetários o motivo do fracasso dos planos anteriores. Desta forma, as principais medidas adotadas para romper com a indexação da economia foram:

- 1) Reforma monetária, com o imediato bloqueio de parte dos valores depositados nos bancos, dentre os quais metade dos depósitos à vista e um terço dos depósitos em poupança.
- 2) Reforma administrativa e fiscal, com ampliação da base tributária e redução dos gastos, como suspensão de subsídios, incentivos fiscais e isenções, e demissão de grande quantidade de servidores públicos.
- 3) Congelamento de preços e de salários, agora desindexados à inflação passada.
- 4) Mudança do regime cambial para taxa flutuante.
- 5) Liberalização do comércio exterior com redução das tarifas de importação.

O impacto destas medidas foi imediato, gerando uma profunda desestruturação da economia. Segundo L. Castro (2005b), apesar da forte retração econômica, na prática o governo conseguiu o que desejava: baixar a taxa de inflação de 80% ao mês para níveis próximos de 10% nos meses seguintes. Entretanto, da mesma forma que em outros planos, a inflação voltou a se acelerar ao longo do ano, e aos poucos a pressão levou o governo a liberar alguns depósitos bancários.

O Plano Collor II, adotado em janeiro de 1991, foi mais uma tentativa heterodoxa mal sucedida. Com o retorno da aceleração inflacionária, a então ministra Zélia Cardoso de Mello foi substituída por Marcílio Marques Moreira em maio de 1991, que retornou à ortodoxia com medidas gradualistas de elevação da taxa de juros. Conforme Gremaud et al. (1999), um fator preocupante retomado pelo novo ministro foi a negociação da dívida externa, levando à aproximação do país com o sistema financeiro internacional. A abertura financeira combinada com taxa de juros elevada promoveu um grande ingresso de capital estrangeiro no país, o que trouxe elevação das reservas e certo alívio do ponto de vista externo.

O período 1990-1992, segundo Rego e Marques (2006), foi marcado por uma forte recessão, com queda de quase 10% no PIB, aumento do desemprego e

redução dos salários reais. O desgaste do governo pelo confisco das poupanças, aliado aos escândalos de corrupção levaram ao *impeachment* do presidente Collor em outubro de 1992. Assim, assumiu seu vice Itamar Franco, dando início a um governo de transição com sucessivas trocas de ministros. A falta de rumo quanto à política econômica encerra-se quando Fernando Henrique Cardoso (FHC) assume o Ministério da Fazenda.

O ano de 1993 fecha a breve revisão dos dois decênios que o antecedem, período amplamente marcado por oscilações nas contas externas brasileiras. Durante o “milagre econômico” os investimentos se intensificaram exigindo aumento das importações em setores específicos, que resultaram em pequenos déficits em transações correntes. Este movimento ampliou-se com o primeiro choque do petróleo e o lançamento do II PND, sustentado pelo forte aumento do endividamento externo, predominantemente estatal e a taxas flutuantes. As crises externas de 1979-80 provocaram elevação dos encargos da dívida e dificuldades crescentes para sua renovação, período que ficou marcado pela crise da dívida externa brasileira e pedido de socorro ao FMI. A necessidade de gerar superávits deixou o país em recessão entre 1981 e 1983, mas logrou êxito ao reverter a conta corrente para superavitária em 1984, iniciando a desaceleração da trajetória da dívida.

Entre 1985 e 1993 as atenções foram voltadas para o combate à inflação, com sucessivos choques de congelamento do câmbio e impacto sobre os resultados da conta corrente, que oscilou entre déficits e superávits a cada plano de estabilização. Nestes altos e baixos, o país declarou moratória em 1987, e obteve superávit em transações correntes em 1988; promoveu abertura comercial com retorno ao déficit em 1990, e em 1992 apresentou saldo recorde do balanço de pagamentos, devido ao aumento do investimento estrangeiro em carteira atraído pela elevação da taxa de juros. Estas oscilações foram igualmente verificadas na trajetória da dívida, cuja tendência manteve inclinação horizontal entre 1986 e 1993, apesar das ondulações. Em suma, de acordo com os números divulgados pelo Banco Central do Brasil, a dívida externa líquida que em 1973 era pouco mais de US\$ 7 bilhões saltou para US\$ 106 bilhões em 1987, mantendo-se estável até fechar 1993 em US\$ 98 bilhões.

4 EVOLUÇÃO DA DÍVIDA APÓS O REAL

4.1 PLANO COM ÂNCORA CAMBIAL: 1994 – 1999

Após sucessivas tentativas frustradas de estabilização de preços, a nova equipe econômica do governo Itamar Franco foi buscar na antiga proposta da moeda indexada de Pêrsio Arida e André Lara Resende a via para a estabilização, porém com importantes aprimoramentos sugeridos por Mário Henrique Simonsen e Gustavo Franco (CASTRO, L., 2005b). Conforme Rego e Marques (2006), o Plano Real foi concebido e implementado em três etapas. A primeira consistia no equilíbrio das contas do governo; a segunda no lançamento de um padrão estável de valor, a Unidade Real de Valor (URV); e a terceira na emissão de uma nova moeda com poder aquisitivo estável, o real.

A questão fiscal, conforme Belluzzo e Almeida (2002), foi a primeira preocupação do plano anunciado em fins de 1993. Para o ajuste fiscal, Gremaud et al. (1999) cita a criação de um novo imposto, o IPMF (imposto provisório sobre movimentação financeira), e a redução nas transferências da União. Estas medidas, de acordo com Rego e Marques (2006), foram acompanhadas de um grande corte orçamentário em 1993 e uma proposta orçamentária para 1994 com base em estimativas realistas de receita. A despesa com servidores foi limitada, tanto na União quanto nos estados e municípios, e estes passaram a ter normas mais rígidas de cooperação com a União. Parte do saneamento das contas públicas também foi solucionado pelas privatizações.

O governo reconhecia a importância que as empresas públicas tiveram no desenvolvimento industrial do país durante as décadas anteriores, mas considerava que sua atuação deveria ser centralizada apenas nas áreas essenciais, como saúde, educação, justiça, segurança, ciência e tecnologia. (REGO; MARQUES, 2006, p. 232).

Estas medidas, no entanto, resultaram em um ajuste bem menos expressivo do que o obtido no período anterior. De acordo com Belluzzo e Almeida (2002), o Plano Collor conseguiu transformar o volumoso déficit fiscal de 1989 em superávit no ano seguinte, permitindo rebaixamento da dívida do setor público. “Pode ser afirmado que, na partida do Plano Real, a situação financeira do setor público era invejável, uma vantagem que nenhum dos planos anteriores pudera

almejar” (BELLUZZO; ALMEIDA, 2002, p. 364). Em 1993 as contas do governo registravam superávit primário e a dívida líquida nunca havia sido tão baixa.

Por contribuição de Pérsio Arida, a elevação dos juros teve que ser utilizada na tentativa de evitar erros cometidos nos planos de estabilização anteriores que, segundo Gremaud et al. (1999) e L. Castro (2005b), seriam a grande expansão do crédito e da demanda após a queda da inflação. A própria estabilização representava perdas para o governo devido ao fim dos ganhos com a desvalorização das despesas e receitas indexadas. Desta forma, o ônus de pagar juros mais altos pela dívida interna e o fim da receita inflacionária tornavam ainda mais difícil a tarefa de equilibrar as contas públicas, o que, conforme Carneiro (2002), é um dos sustentáculos da confiança na moeda nacional.

Partindo para a etapa seguinte, a equipe econômica lançou em 1º de março de 1994 a URV – Unidade Real de Valor (CASTRO, L., 2005b). A URV se assemelhava muito à proposta da moeda indexada, e, segundo Gremaud et al. (1999), passou a ser a nova unidade de conta para cotação de todos os preços, contratos e salários, porém sem exercer o papel de meio de troca, que por algum tempo continuou sendo o cruzeiro real. Por contribuição de Mário Henrique Simonsen, a “moeda nova” não foi lançada como meio de troca ao mesmo tempo em que continuava circulando a “moeda velha” porque argumentava que duas moedas correndo simultaneamente provocariam mais inflação pela corrida à “moeda nova” (CASTRO, L., 2005b). Conforme Rego e Marques (2006, p. 234), “o Banco Central emitia, diariamente, relatórios sobre a desvalorização do cruzeiro real e a cotação da URV”, que, por sua vez, andava em linha com o dólar.

Passados quatro meses de período de transição, grande parte dos valores já se encontrava convertido para URV, o que levou o governo a introduzir em 1º de julho de 1994 a nova moeda, o real. A opinião de que o período de transição estivesse concluído, não foi, contudo, um consenso na sociedade. De acordo com Rego e Marques (2006), o lançamento da moeda foi considerado prematuro por parte da população, acusado por render-se a objetivos eleitorais.

Por contribuição de Gustavo Franco, o Plano Real fundamentava-se primordialmente na âncora cambial, que determinava um teto para a conversão de reais para dólares norte-americanos (CASTRO, L., 2005b). Não se tratava de câmbio fixo, mas sim de um limitador de não mais que R\$1,00 por dólar, chegando a

alcançar valor inferior a R\$0,90 nos meses subsequentes. A temida transição da URV para o Real foi, de acordo com Franco (2005), indiscutivelmente bem-sucedida.

Nenhum “pacto social” poderia ser tão perfeito, nem tão abrangente e popular. Em seu último mês de vida, junho de 1994, o Cruzeiro Real experimentou inflação de 47,4% pelo IPCA e 45,2% pelo IGPM, ao passo que os preços medidos pelo IGP-DI em URV registraram uma inflação acumulada de 3,6% nos quatro meses de existência da URV, ou 0,89% mensais. (FRANCO, 2005, p. 276).

O processo de abertura comercial iniciado no governo Collor também foi decisivo para o sucesso do plano. De acordo com Gremaud et al. (1999), o teto estabelecido para o câmbio e a facilidade para importar se tornaram balizadores dos preços internos, pelo menos para os produtos comercializáveis internacionalmente. Neste sentido, o livre acesso à oferta externa de bens tinha duas funções: em primeiro lugar, o comércio interno precisava acompanhar os preços dos produtos importados para conseguir competir; e, em segundo, o mercado externo supria o aumento da demanda, contendo a pressão inflacionária. Já os produtos não comercializáveis, como serviços e aluguéis, poderiam flutuar livremente e adotaram o câmbio como indexador.

As razões pelas quais a taxa de câmbio se torna o indexador principal da economia estão relacionadas à importância da moeda externa como reserva de valor. Como todos os agentes pretendem defender o valor de sua renda corrente e da riqueza, utilizam a taxa de câmbio, que exprime os termos de conversão de uma moeda em outra, para atualizar seus preços e o valor de sua riqueza. (CARNEIRO, R., 2002, p. 359).

Esta abertura comercial do início da década de 1990 passou a ter um novo significado para a indústria brasileira quando a estabilização foi alcançada em 1994. Segundo A. Castro (2001), durante o período de abertura com hiperinflação, a alta desenfreada de preços deixava os consumidores incapacitados de comparar preços, ou seja, o aumento da competição não pode ser de fato usufruído. Também as indústrias corriam risco muito elevado se tomassem crédito para promover a modernização necessária, e ficavam apenas na redução de custos e adoção de estratégias gerenciais. Tudo indica que, durante este período, a abertura funcionou muito mais como uma ameaça.

Somente quando o país ingressa na fase da estabilidade e do câmbio com teto fixo que os consumidores conseguem realmente aproveitar os menores preços e os melhores produtos do exterior, e as indústrias começam a importar bens

de capital e novos tipos de insumos, aumentando o investimento com endividamento. Esta visível melhora no nível de consumo da população, e a satisfação geral com a estabilidade finalmente alcançada, garantiram que FHC se elegesse Presidente da República em outubro de 1994. Para compor sua equipe, convidou Pedro Malan para o Ministério da Fazenda e Pêrsio Arida para a presidência do Banco Central. Posteriormente, assumiram como presidentes do BACEN Gustavo Loyola em junho de 1995, Gustavo Franco em agosto de 1997 e Arminio Fraga em março de 1999.

Para que as importações pudessem se elevar na medida em que a demanda aumentasse, foi preciso alcançar um nível pelo menos razoável de reservas cambiais antes do lançamento do plano. De acordo com Gremaud et al. (1999), as reservas até o início do plano chegaram a quase US\$ 40 bilhões, fruto do excesso de liquidez internacional e das altas taxas de juros internas. Esta cifra acumulada em reservas, segundo Belluzzo e Almeida (2002, p. 366), seria no momento “um nível correspondente a 18 meses de importação e mais do que suficiente para amparar a fixação do câmbio como instrumento da política de estabilização”. Conforme R. Carneiro (2002, p. 363), a abertura, do ponto de vista financeiro, permitiu ampliar consideravelmente o montante de reservas internacionais. “A manutenção destas reservas significava, todavia, manter elevada a atratividade da nova moeda para estimular os influxos de capitais”.

É preciso ter presente a natureza do “novo” financiamento externo que amparou o Plano Real. Os países da periferia, o Brasil inclusive, até então submetidos às condições de ajustamento impostas pela crise da dívida, foram literalmente capturados pelo processo de globalização, executando seus programas de estabilização de acordo com as normas dos mercados financeiros liberalizados. A regra básica das estabilizações com abertura financeira é a da criação de uma oferta de ativos atraentes que possam ser encampados pelo movimento geral da globalização. (BELLUZZO; ALMEIDA, 2002, p. 366).

Nos primeiros anos da abertura estes fluxos eram mais voláteis, baseados em títulos da dívida pública de alta liquidez, investimentos de portfólio e em empréstimos de curto prazo, que por sua vez acabavam exigindo taxa de juros mais alta. De acordo com Belluzzo e Almeida (2002), a participação de investidores estrangeiros na bolsa brasileira também se intensificou consideravelmente após a abertura, em parte pelo valor depreciado em que alguns papéis se encontravam, especialmente daquelas empresas mais afetadas pela abertura econômica,

valorização cambial e taxas de juros altas, ou ainda pelas expectativas quanto às empresas em processo de privatização.

De acordo com Bahry (2003), esta forma de endividamento com capitais externos de curto prazo levaram o país a uma situação de extrema dependência e vulnerabilidade. Uma simples suspeita de que o governo estivesse planejando desvalorizar o câmbio ou reduzir a taxa de juros poderia provocar uma fuga de capitais em larga escala. Ao mesmo tempo, a taxa de juros elevada fazia a dívida interna aumentar rapidamente em proporção do PIB, emitindo ao investidor externo sinais de aumento do risco.

Estas dificuldades para manter o curso do plano já se apresentaram logo de início, quando em final de 1994, a poucos meses do lançamento do real, o México entra em crise e promove uma drástica desvalorização de sua moeda. Conforme Giambiagi (2005a), a crise do México causou sérios efeitos sobre a política monetária argentina, sendo também sentida no Brasil pelo aumento das suspeitas quanto à sustentabilidade da âncora cambial. Como efeito combinado do plano com âncora cambial associado a este ambiente externo, as reservas internacionais começaram a cair nos meses iniciais.

O Plano Real tinha sido lançado em junho de 1994 com US\$43 bilhões de reservas internacionais, que, já em dezembro, tinham caído para US\$39 bilhões. Em março de 1995 as reservas já estavam em US\$34 bilhões, e continuaram a diminuir até US\$32 bilhões em abril, antes de começarem a se recuperar em função da reação oficial. (GIAMBIAGI, 2005a, p. 168).

A reação oficial tomada em março de 1995 foi um conjunto de medidas para conter a deterioração rápida do balanço de pagamentos. Além de mais um aumento na taxa de juros, estas medidas incluíam a desvalorização cambial de 6% com relação à taxa da época, e posteriores microdesvalorizações administradas pelo Banco Central, através de uma banda cambial com piso e teto muito próximos. Logo a liquidez internacional voltou a aumentar, e, de acordo com Giambiagi (2005a), a taxa de juros brasileira voltou a atrair investidores, levando o saldo das reservas a fecharem 1995 em US\$52 bilhões.

Apesar dos efeitos benéficos sobre as contas externas, estas pequenas correções na taxa de câmbio aumentavam o risco de um retorno ao processo inflacionário, pois a memória da indexação com desvalorizações cambiais ainda era muito recente (GREMAUD et al., 1999). Esta mesma estratégia de adotar

desvalorizações “moderadas” da taxa de câmbio fora utilizada no México meses antes, e, de acordo com Giambiagi (2005a, p. 171), “acabou fugindo ao controle e gerando uma inflação de mais de 50% em 1995”. O grande temor de que o Brasil repetiria o fracasso do plano de estabilização mexicano foi um dos motivos para que o governo optasse por manter o câmbio sobrevalorizado, acreditando-se que seria melhor lidar com uma situação externa difícil do que permitir uma desvalorização, vista pelos críticos, como um “salto no escuro”.

Com o enxugamento de liquidez que se seguiu à crise externa após 1995, era de se esperar que o governo aproveitasse a relativa “calmaria” para buscar o crescimento econômico, com a execução de políticas voltadas a equalizar as condições da concorrência externa e interna, por meio de uma reforma fiscal, redução dos juros, aumento do controle às importações, dinamização das indústrias de bens de capital, e especial incentivo às exportações. “Em vez disso, a política econômica deu curso à sua linha de orientação, redobrando a aposta na combinação câmbio-juros” (BELLUZZO; ALMEIDA, 2002, p. 376).

Outro motivo para adiar a desvalorização, e todos os riscos que isso implicava, era muito mais de ordem política do que econômica. Segundo Giambiagi (2005a, p. 172), “entre o terceiro trimestre de 1995 e o mesmo período de 1996 o PIB cresceu mais de 6%, o que tornaria arriscado soltar o câmbio nesse contexto, apesar do quadro externo relativamente benigno”. Em 1997 discutia-se a emenda para permitir a reeleição do Presidente da República, e em 1998 já seriam as eleições. Anos decisivos para o cenário político, naturalmente, não seriam escolhidos para que o câmbio fosse liberado, já que “governo nenhum, em lugar nenhum, gosta de adotar um tratamento de choque em ano eleitoral” (AVERBUG; GIAMBIAGI, 2000, p. 13). De acordo com Belluzzo e Almeida (2002), a política econômica serviu, de fato, ao ciclo político: à aprovação da emenda constitucional que permitiu a reeleição do presidente; e à campanha eleitoral de 1998, para a reeleição de FHC, conduzida já em meio a uma crescente deterioração do quadro externo e aprofundamento dos desequilíbrios internos, mas momentaneamente neutralizadas pela política econômica.

Em sequência à crise mexicana, teve início a crise asiática em 1997, puxada pela Tailândia e seguida pela Indonésia, Malásia e Coréia, baseadas em uma acelerada deterioração dos seus termos de troca. Segundo Averbug e Giambiagi (2000), o recente aumento do endividamento externo das economias

asiáticas, combinado com um regime de câmbio relativamente fixo, levou a uma corrida generalizada por divisas. Neste momento as autoridades brasileiras iniciaram uma forte campanha para mostrar aos investidores estrangeiros que o caso do Brasil não era igual ao das economias asiáticas: os déficits em conta corrente da Tailândia e do México eram mais que o dobro do brasileiro em percentual do PIB, e diferentemente destes países, o Brasil vinha mantendo sob controle as pequenas desvalorizações promovidas na taxa de câmbio; houve recebimento de expressiva soma de recursos externos pelas privatizações em 1997 e 1998; e o investimento estrangeiro direto aumentava celeremente.

Estes aspectos positivos, no entanto, não eliminavam os problemas da economia brasileira. Entre janeiro de 1997 e janeiro de 1998, “o índice de preços dos produtos básicos e semimanufaturados exportados pelo Brasil caiu 15% e 17%, respectivamente” (AVERBUG; GIAMBIAGI, 2000, p. 11). As altas taxas de juros, tão importantes para a estabilização, levaram a uma rápida desaceleração do crescimento do produto e da renda, ao aumento do desemprego, e à elevação do nível de inadimplência, que, por sua vez, atingiu diretamente o sistema bancário (BELLUZZO; ALMEIDA, 2002). Contudo, o governo ainda vinha conseguindo manter o rumo da política econômica escolhida, inclusive com expectativas favoráveis para alguns indicadores no primeiro semestre de 1998. Foi em meio a este quadro relativamente otimista que, segundo Averbug e Giambiagi (2000), a Rússia aplicou um *default* na sua dívida em agosto de 1998, fechando quase que por completo o crédito externo. No Brasil, a recente elevação das reservas pela venda da Telebrás foi rapidamente revertida pela fuga dos investidores. Em apenas 50 dias, de agosto até o que veio a ser conhecido como “setembro negro”, o Brasil perdeu US\$30 bilhões de reservas.

Foi neste contexto que, a poucas semanas das eleições presidenciais, o governo anunciou oficialmente que estava negociando com o FMI um acordo para enfrentar a situação, envolvendo quatro pilares: i) forte ajuste fiscal; ii) uma política monetária dura – as taxas de juros aumentaram novamente para aproximadamente 40% em meados de setembro; iii) um pacote de ajuda externa – do FMI, organizações multilaterais e dos Tesouros de países centrais – de US\$ 42 bilhões; e iv) a manutenção da política cambial, tema esse considerado tabu pelas autoridades. (AVERBUG; GIAMBIAGI, 2000, p. 14).

Os meses seguintes trouxeram certo alívio à equipe econômica. Com a reeleição de FHC confirmada nas urnas, o risco país voltou a cair e as taxas de juros

iniciaram trajetória descendente, chegando a algo próximo de 30%. Exatamente quando o governo se preparava para começar a receber ajuda externa prometida, conforme Giambiagi (2005a), o Congresso rejeitou uma importante medida de ajuste que contemplava a cobrança de contribuição previdenciária dos servidores inativos, e o estado de Minas Gerais decretou *default* da sua dívida com a União, colocando em dúvida se a promessa feita ao FMI seria cumprida. No início de janeiro de 1999, a redução das reservas já era de quase US\$ 1 bilhão por dia, levando o governo a anunciar no dia 13 de janeiro a substituição do presidente do Banco Central, e a desvalorização cambial de 9%, o que só veio a intensificar a fuga dos investidores estrangeiros e a acelerar a queda das reservas. “Por fim, diante da absoluta falta de alternativas, o Banco Central deixou o câmbio flutuar no dia 15 de janeiro”. (AVERBUG; GIAMBIAGI, 2000, p. 17).

Todos estes fatores foram decisivos para o controle da inflação, mas, na opinião de alguns autores, tiveram consequências devastadoras. “Pode-se dizer que o Plano Real consegue cumprir seu grande objetivo, isto é, consegue reduzir a inflação, contudo, a um custo muito elevado de desequilíbrio externo aliado a desequilíbrio interno” (BAHRY, 2003, p. 20). Tamanho foi o descontrole da dívida pública que, conforme Delfim Netto (2005), no início de 1999 o país foi obrigado a socorrer-se junto ao FMI, liberar a flutuação do câmbio e a manter constante a relação dívida líquida do setor público/PIB, resultado de uma “infeliz combinação de políticas”. Averbug e Giambiagi (2000) apresentam o período 1995-1998 como o da escolha do gradualismo. Os ajustes necessários, de contenção do gasto público e aumento da competitividade dos produtos brasileiros, até foram buscados, dada melhora no resultado fiscal de 1998 e a desvalorização cambial. O problema é que ficaram muito aquém do necessário, mostrando uma opção pelo gradualismo ao invés da estratégia de choque.

Hoje, com o benefício da visão retrospectiva, ficou evidente que, tão logo fosse obtida a estabilidade de preços, o regime monetário de metas cambiais deveria ter sido substituído de forma planejada, evitando-se o seu abandono traumático em janeiro de 1999. [...] A ameaça de um repique inflacionário em decorrência do abandono da âncora cambial parece ter conferido um excesso de cautela aos formuladores da política econômica, tornando o processo de flexibilização cambial excessivamente lento. (MODENESI, 2005, p. 350).

4.2 PLANO COM METAS DE INFLAÇÃO: 1999 – 2009

A liberação do câmbio para flutuante fez a taxa saltar de R\$1,21 para R\$2,16 entre janeiro e março de 1999, o que, segundo Averbug e Giambiagi (2000), provocou aumento do índice de inflação pela elevação do custo dos componentes importados, resultando em queda da taxa de juros real e em uma espécie de substituição de importações que garantiu uma pequena elevação do PIB no primeiro trimestre. Diferentemente das outras crises da década de 1990, a brasileira teve impacto bem menor sobre o mundo globalizado. De acordo com Belluzzo e Almeida (2002), as economias desenvolvidas já tinham sofrido severamente os impactos das crises mexicanas e asiáticas, e por isso não permitiriam que uma economia de maior porte, como a brasileira, chegasse ao ponto de estourar. Este foi um dos motivos para que o FMI, mesmo com risco elevado, mantivesse a liberação do crédito ao Brasil, impedindo assim a transmissão da crise através dos canais financeiros. O isolamento da crise brasileira traduziu-se em custos internos maiores, com impactos externos restritos ao comércio, dado o ganho de competitividade das exportações brasileiras e a redução das importações, derivadas da desvalorização do real. Estes custos internos maiores foram, contudo, um salto expressivo da relação dívida/PIB.

A destruição dos superávits primários, juros elevados e emissão de títulos do Tesouro com cláusulas cambiais (em virtude das incertezas provocadas pelo desequilíbrio externo) aumentaram a dívida pública líquida (total) de 30% do PIB em 1994 para 42% em 1998. A partir de 1999, com o monitoramento do FMI, surgiram os primeiros superávits primários pós-Real que, no entanto, não impediram o agravamento da dívida pública, chegando a 56% do PIB em 2002, e a 59% em 2003. (DELFIM NETTO, 2005, p. 249).

No acordo inicial com o FMI, o critério para avaliar o desempenho fiscal era a Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP), que incluía o dispêndio com juros. Sempre que fosse necessário intensificar o aperto monetário com uma elevação das taxas de juros, a NFSP aumentaria drasticamente, deixando o acordo muito vulnerável. Estes argumentos foram levados ao FMI, que permitiu a troca de “termômetro” para superávit primário, ou seja, o resultado do governo antes das despesas com juros. O compromisso de buscar superávits primários foi estabelecido em 3,1%, 3,25% e 3,35% do PIB nos anos 1999, 2000 e 2001 respectivamente, o que, apesar de ser um enorme desafio, foi atingido com certa folga em 1999. Uma das medidas relevantes para a melhora da situação fiscal foi a

aprovação de novas regras de aposentadoria, com um teto mais baixo de rendimentos para quem se aposentasse muito cedo. (AVERBUG; GIAMBIAGI, 2000).

Uma vez rompida a âncora cambial que sustentava o Plano Real, a equipe econômica passou a praticar em 1999 o Sistema de Metas de Inflação, tendo o IPCA como índice padrão. Neste sistema, o principal instrumento de combate à inflação seria, de acordo com Souza (2008), a âncora fiscal, ou seja, controle pela taxa de juros (Selic), com uma visão inteiramente dentro da ortodoxia monetarista: se a inflação estivesse acima da meta, a taxa de juros deveria ser elevada; se, pelo contrário, estivesse inferior à meta, poderia ser reduzida. Esta decisão caberia ao Comitê de Política Monetária (Copom), composto principalmente pela diretoria do Banco Central (BACEN). Como uma taxa de inflação crescente exige, com esta política, uma taxa Selic mais alta, o impacto cai diretamente sobre o endividamento do setor público, por isso a necessidade de aumentar o superávit primário. Embora tenha se verificado aumento da taxa de inflação, esta não foi, contudo, um aumento desenfreado como o ocorrido no México. De acordo com Giambiagi (2005a), a desvalorização cambial não teve os efeitos inflacionários que temiam alguns de seus opositores.

A meta inicial fixada para 1999 foi de 8% - com tolerância de 2% acima ou abaixo do alvo – e nessa mesma oportunidade adotaram-se metas de 6% para 2000 e de 4% para 2001, passando a partir de então a se definir a meta para o ano t no mês de junho de $(t-2)$. A inflação se manteve dentro do intervalo previsto em 1999 e 2000, mas se situou muito acima do teto em 2001 e, particularmente em 2002. (GIAMBIAGI, 2005a, p. 178).

Dentre os motivos para a baixa inflação registrada, Giambiagi (2005a) destaca: a tendência de redução da produção industrial verificada desde 1995, gerando contração de demanda; a consistência da estabilidade, que se mantinha há quase cinco anos; a taxa de juros real elevada; a crescente confiança pelo cumprimento das metas acordadas com o FMI; e o reajuste do salário mínimo em 1999 de menos de 5% nominais, bem inferiores à expectativa de inflação. Com esta combinação de fatores, foi possível manter o IPCA dentro da meta, ainda que isto significasse crescimento econômico real bem próximo de zero em 1999, mas que em 2000 chegou a superar 4%.

A grande decepção, no entanto, foi o saldo da balança comercial. Segundo Averbug e Giambiagi (2000), o desempenho externo brasileiro foi afetado

pela queda no preço das *commodities* no mercado internacional, elevação do preço do barril de petróleo comparável aos choques de 1973 e 1979, e pela crise nos países latino-americanos consumidores de manufaturados brasileiros. De acordo com Souza (2008), mesmo com o forte crescimento das exportações, incentivadas pela desvalorização do Real, o tão esperado superávit comercial não pôde ser verificado devido ao aumento das importações, que, embora com câmbio desfavorável, continuavam baratas pela reduzida tarifa de importação. Por este motivo, os investidores estrangeiros continuavam apreensivos quanto à possibilidade de conversão de seus investimentos, e mantiveram a tendência de evasão do país e, conseqüentemente, a deterioração das reservas.

Segundo Souza (2008), as reservas cambiais, que, após o reforço do empréstimo concedido pelo FMI em novembro de 1999, somavam US\$ 42 bilhões, deterioraram-se rapidamente no primeiro semestre de 2000, chegando a US\$ 28,3 bilhões ao final de junho. O passivo externo também apresentou forte elevação durante os anos de real, resultando em mais remessas de juros, lucros, dividendos e amortizações, ou seja, rendas remetidas ao exterior que poderiam ter sido convertidas em investimento produtivo dentro do país. Este aumento das transferências ao exterior combinado com altas taxas de juros e facilidade para importar são prejudiciais ao crescimento da economia. “O crescimento econômico de 2000, na realidade, não passou de uma pequena ocupação de capacidade ociosa puxada pelas exportações. O mercado interno seguia contraído, sobretudo como decorrência da queda do poder de compra dos salários” (SOUZA, 2008, p. 275).

A situação externa se agravou em 2001, segundo Modenesi (2005), por uma combinação de eventos internos e externos: crise energética no Brasil; maior volatilidade do preço do petróleo; aprofundamento da crise econômica argentina; desaceleração da economia mundial com a estagnação econômica do Japão, fraco desempenho dos países europeus e a retração americana pelo atentado de 11 de setembro. Estes problemas, segundo Giambiagi (2005a), aumentaram a aversão ao risco, provocando diminuição da entrada de capitais e desvalorização cambial, culminando na necessidade de elevar a taxa Selic de 15,25% a.a. em janeiro para 19% a.a. em julho, mantida neste patamar até dezembro. A crise do setor elétrico e a desvalorização cambial elevaram a expectativa de inflação, que, mesmo com o aumento da taxa Selic, não pôde ser mantida dentro da meta para o ano, já ultrapassada no mês de outubro. O aumento da taxa de juros também contribuiu

para a elevação da dívida líquida do setor público, atingindo níveis bem próximos de 50% do PIB no fechamento do ano. Por todos estes fatores, verificou-se um desempenho econômico pouco satisfatório, com o crescimento do PIB de apenas 1,31% em termos reais no ano.

Se por um lado intensificaram-se os problemas financeiros, por outro, o país ingressou em uma fase de crescimento consistente no comércio internacional. O real desvalorizado contribuiu para o aumento das exportações, permitindo que em 2001 se registrasse superávit na balança comercial de US\$ 2,6 bilhões, e uma trajetória ascendente da conta corrente. Esta pequena recuperação, no entanto, não foi suficiente para cobrir a fuga de capitais estrangeiros, levando o governo a firmar um novo acordo com o FMI. Em contrapartida ao aporte de US\$ 13,8 bilhões, o FMI exigiu resultados primários ainda maiores em percentual do PIB, cabendo ao governo intensificar o aperto fiscal, com aumento da arrecadação e corte de gastos públicos. A nova negociação com o FMI também fortaleceu a credibilidade brasileira junto aos credores externos, que concordaram com a “rolagem” de boa parte das dívidas do setor privado (SOUZA, 2008).

Em 2002 a desvalorização cambial acelerou-se expressivamente. De uma média de R\$2,40 entre janeiro e maio, saltou para R\$3,81 em outubro, chegando a bater os R\$4,00 em alguns momentos, resultado de uma saída consistente de capitais estrangeiros, levando a conta de investimentos em carteira a registrar seu primeiro saldo negativo na era real. O forte impacto da desvalorização cambial logo foi repassado aos preços internos, levando o IPCA a acumular uma variação de 12,5% em 2002. Segundo Modenesi (2005), este foi o maior desvio observado desde o início do regime de metas de inflação, e também a primeira vez na era real que a taxa supera um dígito. A tendência de redução da Selic determinada nas primeiras reuniões do Copom em 2002 foi logo abandonada, e em reunião extraordinária realizada poucos dias antes da reunião de outubro, decidiu-se por um aumento gradativo da taxa até fechar o ano em 23% a.a., “mesmo reconhecendo que a elevação da inflação não fora fruto de expansão da demanda agregada, mas sim, do repasse da desvalorização cambial” (MODENESI, 2005, p. 380).

Esta desvalorização cambial provocada pela fuga dos investidores estrangeiros, não foi, contudo, motivada por déficits na balança de pagamentos. Pelo contrário, 2002 foi um ano de forte recuperação da conta corrente. Dentre os fatores que motivaram a saída de capital estrangeiro, Giambiagi (2005b) destaca o

crescimento de Luiz Inácio Lula da Silva (Lula) nas pesquisas eleitorais em 2002 e o discurso do Partido dos Trabalhadores (PT) sobre as dívidas externa e interna. Diversos integrantes do partido levantaram questões quanto à manutenção do acordo com o FMI e do pagamento dos juros aos credores da dívida interna, argumentando que as metas de superávit primário para pagamento de juros eram um obstáculo para o país aumentar seus gastos sociais e investimentos.

[Estes argumentos] não implicavam, necessariamente, uma defesa da proposta de não pagar a dívida, seja a externa ou a pública, propostas que, de fato, o PT não defendia na época. Entretanto, a simples menção à possibilidade de um debate acerca da conveniência ou não deste pagamento, patrocinada por quem tinha chances concretas de ser governo, alimentava os temores do mercado financeiro, nacional e internacional. Ou seja, [...] havia dúvidas compreensíveis entre os detentores de títulos do governo brasileiro acerca de que atitude seria adotada pelo PT, caso fosse governo, quanto ao pagamento da dívida externa e da sustentação de superávits primários que permitissem honrar a despesa com juros da dívida interna. (GIAMBIAGI, 2005b, p. 199).

Ao longo da disputa eleitoral em 2002, os coordenadores da campanha empenharam-se em mostrar que esta proposta de “ruptura” não seria adotada, através de documentos como a “Carta ao Povo Brasileiro” e a “Nota sobre o Acordo com o FMI”, onde Lula se comprometia a preservar o superávit primário e a respeitar o acordo com o FMI, prosseguindo com o pagamento dos juros e mantendo a credibilidade do governo. Além do fator eleitoral, segundo Souza (2008), os investidores estrangeiros também foram motivados a abandonar o Brasil por outros fatores: elevado volume de compromissos com o passivo externo e esgotamento da possibilidade de socorro pelas privatizações; aumento dos encargos da dívida pública, que superavam o dobro do superávit primário exigido pelo FMI; e a dívida líquida do setor público já ultrapassava 60% do PIB. A surpresa positiva foi, mais uma vez, o resultado da balança comercial, puxado por uma queda bastante significativa das importações.

A percepção de que a situação externa do Brasil estava de fato mudando de forma estrutural só se deu no final de 2002. Até meados daquele ano, o superávit comercial em 12 meses estava em torno de US\$ 5 bilhões e a previsão de déficit em conta corrente para 2003 era de US\$ 20 bilhões. Só no final de 2002 se constatou que o superávit comercial tinha atingido mais de US\$ 13 bilhões, e as previsões de mercado para o déficit em conta corrente em 2003 tinham caído para US\$ 5 bilhões. (GIAMBIAGI, 2005a, p. 191).

Em outubro confirmou-se a eleição de Lula para Presidente da República. O período de seis meses após a eleição foi marcado pelo anúncio de decisões tomadas especialmente para “reduzir o grau de tensões macroeconômicas existentes” (GIAMBIAGI, 2005b, p. 205): para presidir o Banco Central, Lula nomeou Henrique Meirelles, ex-presidente mundial do Bank Boston, e para o Ministério da Fazenda, Antonio Palocci, considerado da corrente moderada do partido; a equipe econômica anunciou metas de inflação de 8,5% e 5,5% para 2003 e 2004; elevou a meta de superávit primário para 4,25% do PIB, intensificando as medidas de aperto monetário e fiscal com reformas tributária e previdenciária; promoveu aumentos da taxa Selic até 26,5% a.a.; e renovou o acordo com o FMI até o final de 2004.

A partir do primeiro trimestre de 2003 o quadro financeiro voltou a acalmar-se, com a redução do risco-país para menos de 800 pontos, após ter atingido mais de 2000 pontos em outubro de 2002. A taxa de câmbio estabilizou-se abaixo de R\$3,60 e ingressou em uma trajetória declinante, passando a oscilar próxima de R\$3,00 a partir de maio. De acordo com Modenesi (2005), a inflação, bem superior à meta no primeiro semestre, foi compensada pelo resultado do segundo, que se mostrou mais favorável do que o previsto pelo BACEN, permitindo redução gradativa da Selic até 16,5% em dezembro de 2003. Mesmo assim, o IPCA superou a meta estabelecida, fechando o ano em 9,3%, e, novamente, a expansão real do PIB foi irrisória, próxima de 1%. No entanto, a tendência favorável do final de 2003 foi confirmada ao longo de 2004, quando a inflação ficou próxima de 7% e a variação real do PIB superou 5%.

Segundo Giambiagi (2005b, p. 214), “a apreciação da taxa de câmbio não impediu um desempenho excelente das contas externas e, especificamente, da balança comercial, entre outras razões, pelo efeito compensatório da apreciação do peso argentino e do euro”. A estes movimentos, somaram-se a recuperação da demanda na Argentina e a entrada em novos mercados, como o da China, além da alta dos preços das exportações brasileiras, especialmente *commodities* agrícolas e metálicas diferenciadas. Como resultado, as exportações aumentaram 21% em 2003 e 32% em 2004, com um reflexo na conta corrente que só não foi melhor porque as importações aumentaram 30% em 2004, mas que ainda assim levou a uma reversão inédita na era real. De acordo com Prates (2006), o resultado das transações correntes passou a ser superavitário a partir de 2003, e em 2004 já foi possível amortizar compromissos com o FMI. Ao mesmo tempo, o resto do mundo se

recupera da redução de liquidez recente, e passa a expandir seus investimentos diretos e em bolsa de valores em economias emergentes, revertendo em 2005 o saldo da conta de investimentos em carteira, após apresentar média negativa no triênio 2002-2004.

O cenário externo desfavorável que marcou o segundo mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso – FHC (1999-2002) – foi substituído por um ambiente especialmente benigno no âmbito das finanças como do comércio mundiais no triênio 2003-2005 [...] – que corresponde, coincidentemente, aos três primeiros anos de governo Lula. (PRATES, 2006, p. 134).

Os sucessivos superávits comerciais e de conta corrente aliados ao retorno do capital estrangeiro exerceram pressão sobre o câmbio, que seguiu em trajetória declinante, mesmo com as compras líquidas do Banco Central no primeiro trimestre de 2005. Este cenário favoreceu o aumento do saldo das reservas internacionais, permitindo que, em julho de 2005, se efetivasse o pagamento antecipado ao FMI de US\$ 5 bilhões, bem como sua amortização total ao final do ano.

Em 22 e 23 de dezembro, com a continuidade do fortalecimento do setor externo da economia brasileira, o governo brasileiro antecipou a amortização total do estoque remanescente do empréstimo junto ao FMI, da linha *credit tranche*, no total de US\$ 15,5 bilhões, propiciando economia no pagamento de juros ao longo de dois anos da ordem de US\$ 900 milhões. Ao final de dezembro, as reservas internacionais situaram-se em US\$ 53,8 bilhões, com redução de US\$ 10,5 bilhões em relação ao saldo do mês anterior, devido, basicamente, ao pagamento antecipado das obrigações devidas ao FMI, e aumento de quase US\$ 1 bilhão em relação ao valor registrado em dezembro de 2004, US\$ 52,9 bilhões. (BACEN, 2005, p. 107).

A partir de 2006 o balanço de pagamentos passou a apresentar saldo zero na conta operações de regularização, restando ao governo apenas dívidas federais de longo prazo com outras instituições, de valor pouco significativo, cuja amortização encerrou-se em 2007. Desde então, toda a conta de empréstimos e financiamentos da autoridade monetária, seja com o FMI ou com outras instituições, tem se mantido zerada. (BACEN, SST). A redução do endividamento externo também foi verificada no setor privado, visto que “a apreciação do real desde 2004 certamente estimulou empresas e bancos a quitarem parte de seu endividamento externo” (PRATES, 2006, p. 141).

O endividamento contratual externo, essencialmente do setor privado desde 2007, também apresentou alterações em sua composição nos últimos anos.

O elevado volume de amortizações verificado em 2006 e 2007 foi superado por uma cifra ainda maior de ingresso de crédito ao setor privado, sendo este, no entanto, predominantemente comercial e de curto prazo, como as antecipações ao exportador. Como a dívida externa contratual apresentou acelerado declínio, os principais componentes da conta capital e financeira passam a ser o investimento em carteira e o investimento direto. Seguindo a tendência favorável, também os termos para a captação soberana melhoraram sensivelmente com a recuperação do balanço de pagamentos.

No início de 2005, o prazo máximo dessas operações [captação soberana] atingia cinco anos, quando, em setembro, o governo brasileiro realizou a primeira emissão soberana em real, captando recursos equivalentes a US\$ 1,5 bilhão, com prazo de vencimento de dez anos. (BACEN, 2005, p.107).

O que se verificou no período 1998-2008 foi, de acordo com Torres Filho e Puga (2009), um dos mais longos períodos de expansão do comércio mundial da história recente, graças a um extraordinário aumento da liquidez e à ampliação da divisão internacional do trabalho, permitindo que o Brasil vivesse o seu “ciclo de ouro” do comércio internacional. A pauta exportadora brasileira, principalmente neste decênio, mostrou-se especializada em produtos intensivos em recursos naturais, como agropecuária, extração mineral, petróleo e álcool, alimentos e bebidas, madeira, papel e celulose e produtos de minerais não metálicos. “Esses segmentos respondem por 54% das vendas ao exterior do país, em contraste com a média mundial de 26%” (TORRES FILHO; PUGA, 2009, p. 76). Também setores intensivos em escala, como a metalurgia, e em tecnologia, como aviação e transporte, ganharam destaque na pauta ao longo dos últimos anos, evidenciando a crescente diversificação da pauta exportadora.

O excesso de liquidez mundial entre 2003 e 2008 permitiu que as relações de trocas comerciais brasileiras fossem bastante favoráveis, ao mesmo tempo em que também inundava o setor financeiro, ampliando o fluxo de capital para investimentos de maior risco atrelados ao crédito imobiliário e a derivativos. As especulações quanto a uma possível escassez de alimentos e seu recente aumento de preços elevaram a importância dos derivativos baseados em preços de *commodities*, que alimentavam o círculo vicioso da elevação de preços por expectativas de preços futuros mais altos. Segundo Barbosa e Barros (2009, p. 53), “o efeito defasado do câmbio e o forte crescimento mundial, com preços de

commodities em elevação, contribuíram para a redução substancial da vulnerabilidade externa brasileira”. Além do grande peso que teve a elevação do preço das *commodities* da pauta de exportação brasileira, houve também uma substituição do capital estrangeiro especulativo por investimentos diretos, o que demonstra melhora quantitativa e qualitativa do passivo externo brasileiro.

O passivo externo líquido [brasileiro] perdeu o caráter contratual que tinha no passado [...] O serviço subjacente ao novo passivo externo concentrado em investimentos diretos estrangeiros e investimentos de portfólio reflete o reconhecimento pelos investidores das oportunidades surgidas após a estabilidade monetária e fiscal. Enquanto a dívida externa total brasileira cresceu 1,2 vez de 1995 até 2008, o estoque de investimentos diretos cresceu 9,2 vezes, e os investimentos de portfólio aumentaram 6,3 vezes. (BARROS; GIAMBIAGI, 2009, p. 13).

Este cenário favorável começou a mudar no segundo trimestre de 2008, quando os efeitos da crise financeira internacional iniciada em 2007 chegaram ao comércio, reduzindo drasticamente preços e quantidades das exportações e o nível de investimento da economia. Uma retração de proporções mundiais, naturalmente, também atingiria o Brasil, tanto que os sucessivos superávits da conta corrente foram revertidos em déficit em 2008, e o crescimento constante do PIB nos últimos cinco anos converteu-se em um leve decréscimo no ano de 2009. No entanto, “o Brasil está em posição privilegiada neste cenário. É o país com melhores condições de assumir uma liderança mundial nos mercados alimentares e energéticos” (TORRES FILHO; PUGA, 2009, p. 80).

Após a crise global de 2008, a liquidez deu lugar a uma extrema aversão ao risco, levando investimentos até então especulativos para o setor real da economia, liderado pela demanda por infraestrutura e alimentos das economias emergentes, possibilitando mais uma vez o favorecimento da economia brasileira, agora por elementos sólidos e não por circunstâncias artificiais. Somando-se a isso as expectativas de aumento da importância energética do Brasil pelo advento da possibilidade de extração de petróleo da camada pré-sal, e o novo perfil das indústrias brasileiras, cada vez mais diversificadas e fortes no uso de tecnologia, “não há razões para se supor que o balanço de pagamentos, ou ainda as pressões cambiais possam se tornar elementos de restrição ao crescimento como foram no passado” (BARROS; GIAMBIAGI, 2009, p. 16).

Encerrando o breve retrospecto, cabe ressaltar os principais fatos que marcaram o período 1994-2009, tanto no Plano com âncora cambial quanto no de

metas de inflação. O primeiro foi marcado pelo combate à inflação com medidas ortodoxas, pela âncora cambial e a abertura comercial. As importações contribuíam para o controle dos preços, mas colocavam o país em uma situação muito vulnerável por depender das divisas que ingressavam para investimento em carteira. Com as crises externas que se seguiram, os investidores estrangeiros foram se retirando e o governo teve que se socorrer junto ao FMI, culminando na mudança do regime cambial para flutuante em 1999.

A nova fase foi pautada pela cartilha do FMI, com foco no superávit primário e nas metas de inflação. Em 2001 o país enfrentou sérios problemas, com uma crise energética interna ao mesmo tempo em que a Argentina entrava em crise econômica e os Estados Unidos sofriam o atentado de 11 de setembro. A ascensão de Lula nas pesquisas eleitorais de 2002 sinalizou ao mercado aumento de risco de calote, provocando nova fuga de investidores estrangeiros. Por outro lado, a liberação do câmbio fez a taxa mais que dobrar em pouco tempo, favorecendo a balança comercial a partir do ano de 2002, que se somou ao aumento do preço das *commodities* permitindo superávits externos expressivos até 2007. A crise mundial que se iniciou neste ano elevou a aversão ao risco, contraindo a liquidez em todo o globo e reduzindo as exportações brasileiras. Ainda não é possível saber quando a crise externa será superada, mas espera-se que nos próximos anos as exportações brasileiras voltem a superar os números já alcançados.

5 EQUAÇÃO DO CICLO APLICADA AO BRASIL

Os principais fatos da recente história econômica brasileira, resumidos nos capítulos anteriores, permitem que algumas observações sejam feitas quanto à evolução das contas externas. Em primeiro lugar, verificam-se os impactos nas contas do Balanço de Pagamentos, conforme Gráfico 1 em dólares de 2009. Nos quarenta anos compreendidos entre 1970 e 2009, o país apresentou conta corrente superavitária em apenas nove anos. Nos 31 anos restantes o passivo externo líquido brasileiro elevou-se, financiado pela poupança externa.

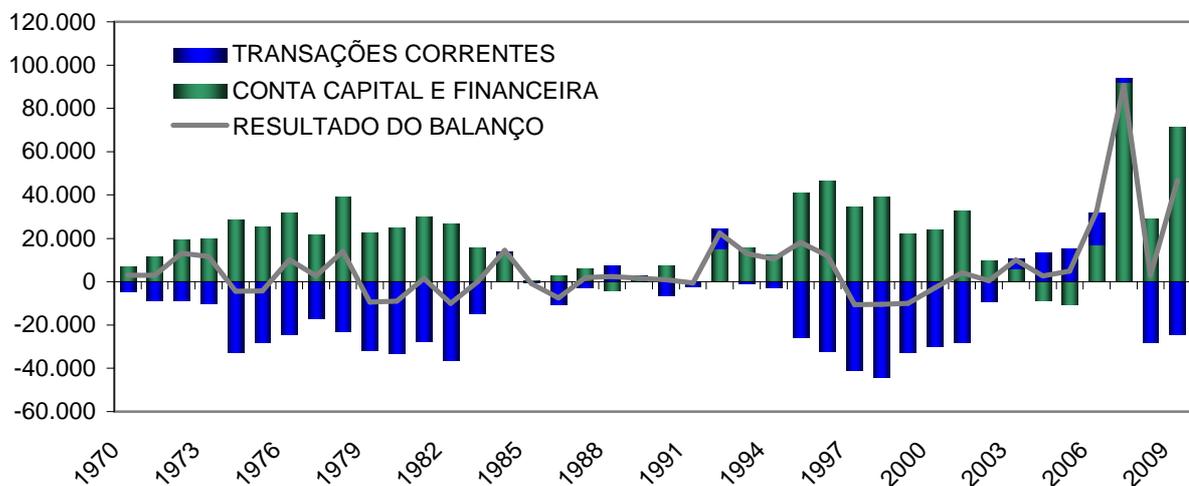


Gráfico 1 - Balanço de Pagamentos (US\$ milhões - base 2009)

Fonte: Banco Central do Brasil e Bureau of Labor Statistics (elaboração própria)

Analisando apenas os 16 anos de Plano Real esta proporção é um pouco maior: 5 deles foram de superávits em transações correntes. Mesmo nos anos de 2007 e 2009, quando o BP apresentou superávit bastante expressivo, sua causa não foi a expansão do comércio, mas sim aumento do investimento financeiro.

O passivo se ampliou entre 1973 e 1983, e voltou a elevar-se após o lançamento do Plano Real. Entre 1994 e 2002 a conta corrente apresentou déficits mais expressivos que os do pós-choque do petróleo, impulsionados pelo aumento das importações necessárias à estabilização econômica. Isso pode ser verificado no Gráfico 2 com dólares de 2009.

De 2003 a 2006 as exportações bateram recordes, devido ao aumento dos preços das *commodities* exportadas pelo Brasil e à entrada de novos parceiros comerciais, especialmente a China. Em 2008 e 2009 o mundo sofreu uma forte crise financeira, que se alastrou até atingir o comércio pela retração do crédito. Apesar de

o aumento do passivo externo ser predominante entre 1970 e 2009, é possível verificar a alteração de sua composição.

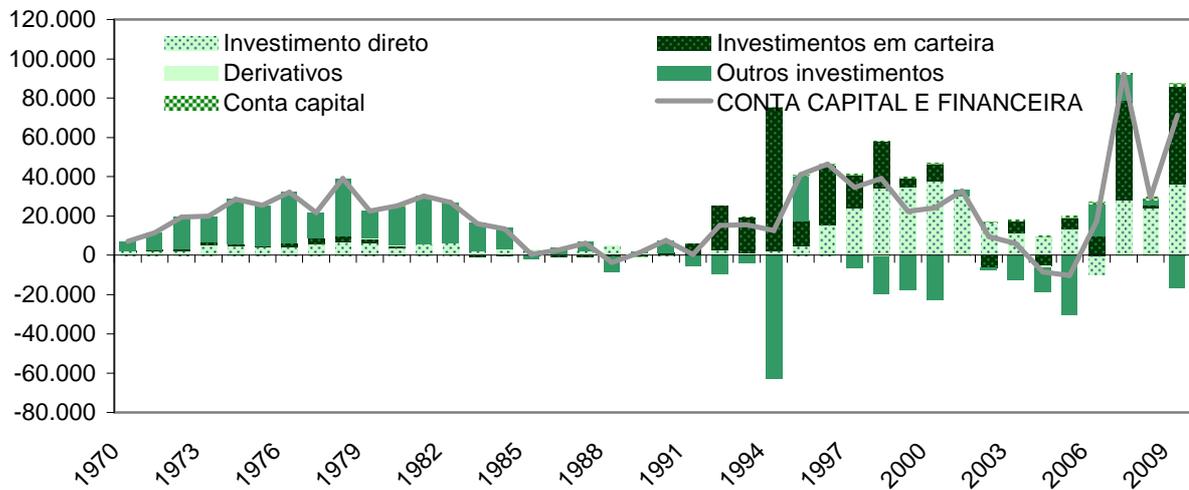


Gráfico 2 - Conta Capital e Financeira (US\$ milhões - base 2009)

Fonte: Banco Central do Brasil e Bureau of Labor Statistics (elaboração própria)

O crescimento do passivo externo líquido durante a década de 1970 foi predominantemente contratual, composto por empréstimos e financiamentos de curto prazo ou longo prazo, integrantes da conta Outros Investimentos. Já no lançamento do Plano Real, a entrada de recurso externo se deu pelo investimento em carteira, atraído pelos juros domésticos elevados e pelas expectativas de ganhos em bolsa de valores, de certa forma garantidos pela âncora cambial.

Gradativamente, o investimento direto líquido foi superando os investimentos em carteira, mostrando um fluxo médio consistente até 2009. Em 2007, devido ao aumento de liquidez mundial que antecede a explosão da bolha financeira, os investimentos líquidos em carteira se expandiram. Com o estouro da crise em 2008 o fluxo se retraiu, mas foi retomado em 2009 principalmente para investimentos em ações, motivados pela defasagem de preço dos papéis após a deterioração da bolsa brasileira. Este movimento pode ser verificado com mais clareza no Gráfico 3, que contempla as mesmas contas do Gráfico 2 com saldo corrente acumulado desde 1947, o maior prazo disponibilizado pelo Banco Central.

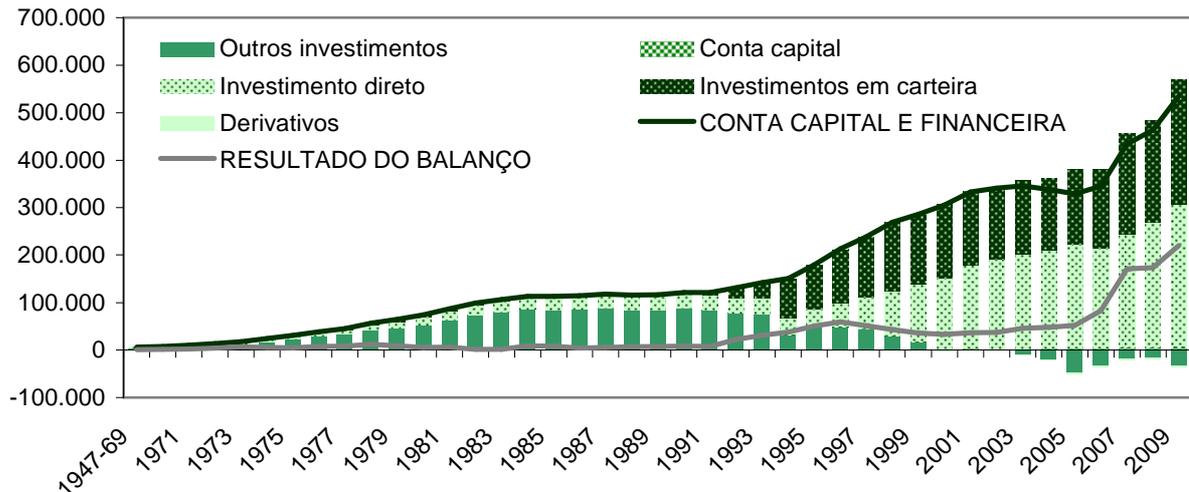


Gráfico 3 - Conta Capital e Financeira acumulada (US\$ milhões)
 Fonte: Banco Central do Brasil (elaboração própria)

Estes números, embora baseados em uma simples soma de fluxos, já evidenciam algumas tendências que serão analisadas posteriormente: o recente aumento das reservas, contrapartida do resultado do balanço de pagamentos, e também a inversão da dívida externa contratual. Para tanto, alguns conceitos precisam se retomados. Para a divulgação das contas externas, o Banco Central do Brasil segue padrão determinado pelo Fundo Monetário Internacional, na quinta edição do Manual do Balanço de Pagamentos (BPM5) de 1993, e pela publicação de 2003 que apresenta a seguinte definição de dívida externa:

Gross external debt, at any given time, is the outstanding amount of those actual current, and not contingent, liabilities that require payment(s) of principal and/or interest by the debtor at some point(s) in the future and that are owed to nonresidents by residents of an economy [...] normally under a contractual arrangement. (FMI, 2003, p. 7).

Desta forma, de acordo com Simonsen e Cysne (2009), compreende o total dos débitos contratuais, tanto os registrados no BACEN (bônus do setor público, empréstimos e financiamentos em moeda nacional ou estrangeira de médio, longo e curto prazos), quanto os não registrados (obrigações de curto prazo de instituições financeiras e empresas estatais). A dívida externa líquida (DEL) é obtida subtraindo-se da dívida bruta o saldo em reservas internacionais no conceito liquidez internacional, os haveres de bancos comerciais no exterior, e a dívida de não residentes para com residentes no Brasil.

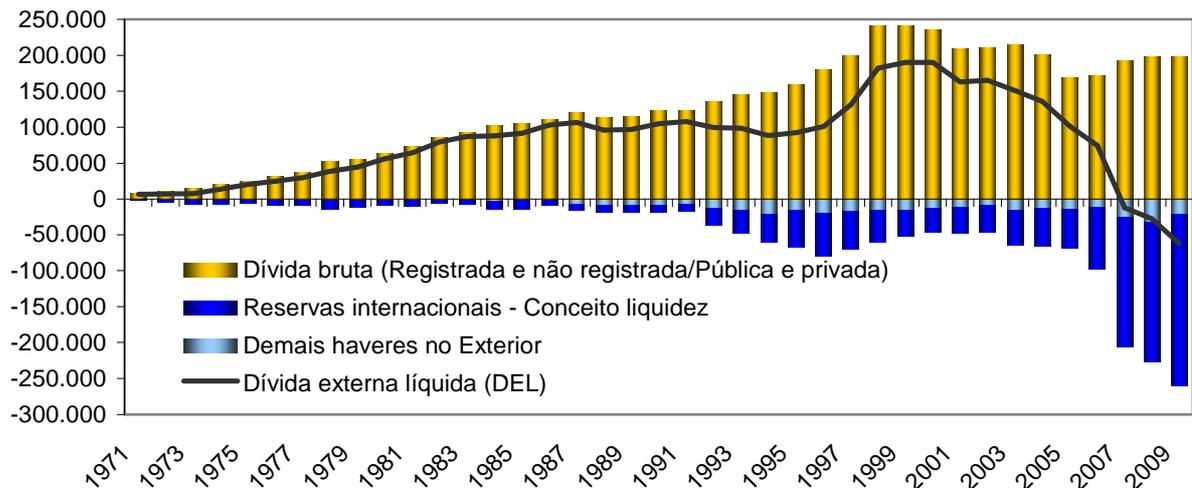


Gráfico 4 - Dívida Externa (US\$ milhões)

Fonte: Banco Central do Brasil (elaboração própria)

Como pode ser verificado no Gráfico 4, o recente aumento do acúmulo de reservas e a amortização de algumas dívidas contratuais, principalmente com o FMI em 2005, foram fundamentais para que o ano de 2007 fechasse com superávit externo líquido próximo de US\$ 12 bilhões, mantendo a tendência até 2009.

Neste conceito de dívida externa não são considerados os saldos em empréstimos intercompanhias, investimento direto, derivativos e a maior parte dos investimentos em carteira, que contam somente para a apuração da Posição Internacional de Investimentos (PII). Seu cálculo compreende não apenas as transações registradas na conta corrente do balanço de pagamentos, mas também variações de preços de ativos e passivos, incluindo atualização da moeda utilizada e variações do valor alocado em bolsa de valores e renda fixa. Como este registro só passou a fazer parte das contas externas dos países no lançamento BPM5 em 1993, os dados disponíveis para o Brasil são bastante recentes. Considerando-se que a PII é, de certa forma, o passivo externo líquido acumulado, Simonsen e Cysne (2009, p. 125) apresentam uma aproximação a partir da soma dos déficits em conta corrente do balanço de pagamentos (PELcc), “assumindo que todas as outras fontes de variações citadas acima tenham como resultante um montante de pequeno valor”. No Gráfico 5 são contemplados os três diferentes conceitos de passivo externo, conforme Cysne (2008).

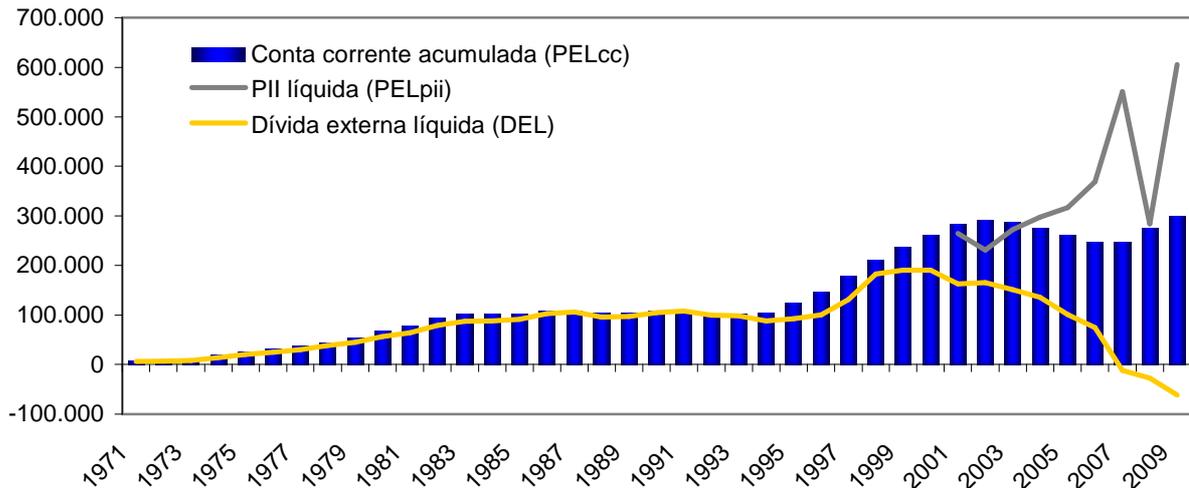


Gráfico 5 - Passivo externo líquido (US\$ milhões)

Fonte: Banco Central do Brasil e Principal Global Indicators (elaboração própria)

Ainda que a PII contemple um período bastante pequeno, é possível perceber a crescente dissensão, a partir de 2002, entre os três métodos de avaliação do passivo. Enquanto a DEL apresentou trajetória declinante e converteu-se em crédito em 2007, o PELpii manteve tendência de alta alcançando cifra superior a US\$ 550 bilhões no mesmo ano, e o PELcc esteve praticamente estável entre US\$ 240 bilhões e US\$ 300 bilhões. Em seu artigo publicado em maio de 2008, onde compara os três parâmetros de endividamento externo, Cysne (2008) expõe que o PELpii e o PELcc tendem a levar a números coincidentes, visto que o déficit em conta corrente do BP é simétrico da conta capital menos o saldo em reservas, sendo a reavaliação de ativos a responsável pela diferença que apresentam. No caso brasileiro, a maior parte desta diferença se deve à valorização da bolsa e à valorização nominal do real frente ao dólar. “Uma crise que fizesse o valor das ações cair e o valor do dólar em reais aumentar, por exemplo, tenderia a aproximar novamente o PELpii do PELcc” (CYSNE, 2008, p. 3), hipótese confirmada meses depois com o fechamento de 2008.

A diferença entre a DEL e o passivo externo líquido, seja ele PELcc ou PELpii, como já foi mencionado, é a ausência de algumas contas cada vez mais importantes do passivo, dentre as quais se destacam investimento direto e boa parte do investimento em carteira, cabendo à DEL os débitos essencialmente contratuais, como os integrantes da conta outros investimentos e os bônus do setor público que integram a conta investimento em carteira. Após revisão destes três diferentes conceitos, Cysne (2008) questiona qual reflete melhor as contas externas do país.

Trata-se evidentemente, de questão em aberto. A resposta precisa depende dos objetivos daquele que indaga e, em grande medida, do seu horizonte temporal. [...] Do ponto de vista macroeconômico e do balanço de pagamentos, o conceito de passivo externo é importante porque é aquele que associará, em datas futuras, não apenas ao total de remuneração ao capital de empréstimos (como faz o conceito de dívida), mas também ao total de remuneração ao capital de risco. (CYSNE, 2008, p. 3).

Um país que troca dívida externa por investimentos de não residentes em ações ou renda fixa terá sua dívida reduzida, mas o passivo permanecerá inalterado. Os juros pagos serão substituídos por dividendos, mantendo-se inalterados da mesma forma. De acordo com Cysne (2008, p. 4), “a concentração apenas no conceito (mais restrito) de dívida pode levar a um otimismo infundado”. Por outro lado, nas crises externas passadas, as dívidas contratuais tiveram seus juros ampliados devido ao aumento do risco. Em 1980 a dívida externa brasileira estava em crise devido à dificuldade para a renovação dos contratos e ao expressivo aumento dos juros. Já nesta crise de 2008, a PII reduziu-se sensivelmente porque os ativos perderam valor em um curto período de tempo.

Uma saída em massa de investidores estrangeiros da bolsa de valores provoca, por si só, uma queda do valor dos papéis e desvalorização do real frente ao dólar, reduzindo o passivo externo na medida em que o tempo passa. No caso do mercado financeiro, um pequeno intervalo de tempo já é suficiente para resultados consideráveis. Por esta ótica, Wolf (2009) e Cysne (2008) concluem que, pela experiência internacional, passivos denominados em moeda doméstica são bem mais confortáveis do que passivos em moeda estrangeira, principalmente em momentos de crises externas. Da mesma forma, o FMI assume o seguinte conceito de passivo externo no BPM5:

The net international investment position of an economy—that is, external financial assets minus external liabilities—often is used to analyze developments and trends in the performance of an economy vis-à-vis the rest of the world as of a specific date. The net position shows what the economy owns in relation to what it owes in much the same way that a corporate or national balance sheet does. Sometimes the labels net creditor or net debtor, according to algebraic sign, are used to describe the net position. Although useful for some purposes, such labels are not appropriate as a depiction of the net position. Rather, it is more relevant to view only the nonequity components of the position as debt (i.e., all recorded liabilities other than equity securities and direct investment equity capital, including reinvested earnings). Such a view is in general concordance with the core definition of gross external debt. (FMI - BPM5, 1993, p. 106).

No capítulo 2 deste trabalho, expôs-se a teoria do ciclo da dívida exatamente como proposta por seus autores, onde o D analisado é o passivo externo líquido. Isso se justifica pela citação que fecha o subtítulo 2.1: “a maior parte do passivo externo líquido dos países em desenvolvimento costuma ser representada pela sua dívida externa líquida, isto é, pela sua dívida bruta menos reservas” (SIMONSEN; CYSNE, 2009, p. 82). Conforme Gráfico 3 (p. 49), é possível verificar que tal suposição corresponde fielmente à realidade brasileira até a década de 1990, mas não pode ser empregada de 1994 em diante, quando o passivo externo líquido do país converteu-se em contas que não compõem o conceito de dívida externa. Tomando como referência o BPM5 do FMI, será considerado como endividamento externo para aplicação da teoria o conceito já apresentado de dívida externa.

Passando para a conta corrente, verifica-se as rendas enviadas e o hiato de recursos. Como pode ser observado no Gráfico 6, a remessa de rendas sempre foi responsável por boa parte do passivo externo, e aumentou consideravelmente nos últimos anos em termos reais.

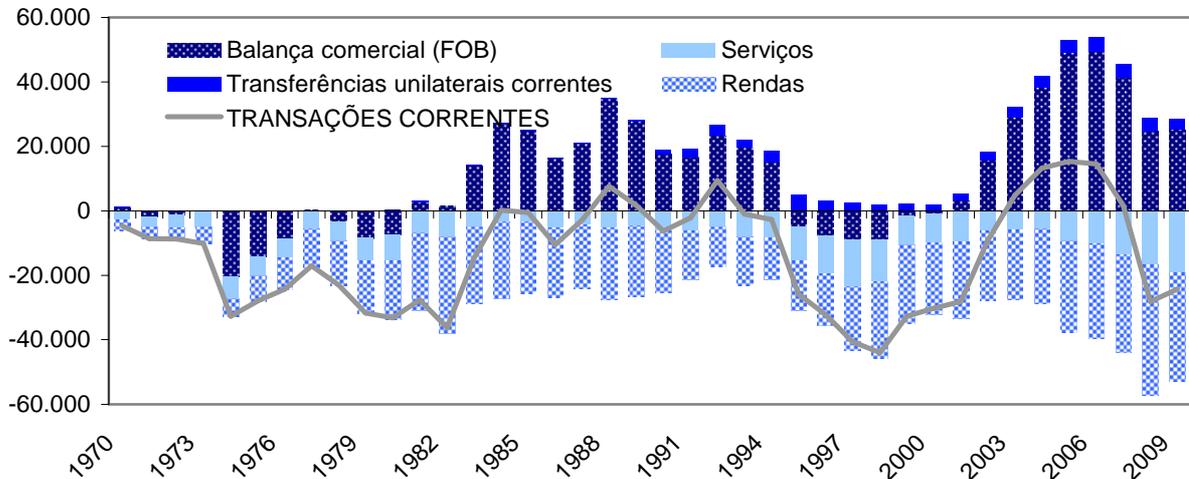


Gráfico 6 - Transações Correntes (US\$ milhões - base 2009)

Fonte: Banco Central do Brasil e Bureau of Labor Statistics (elaboração própria)

Este recente aumento justifica-se pela expansão do passivo externo, tanto em investimento direto, que corresponde a uma maior remessa de lucros, quanto do investimento em carteira, pelo pagamento de dividendos e juros de renda fixa. A composição da conta de rendas pode ser acompanhada no Gráfico 7.

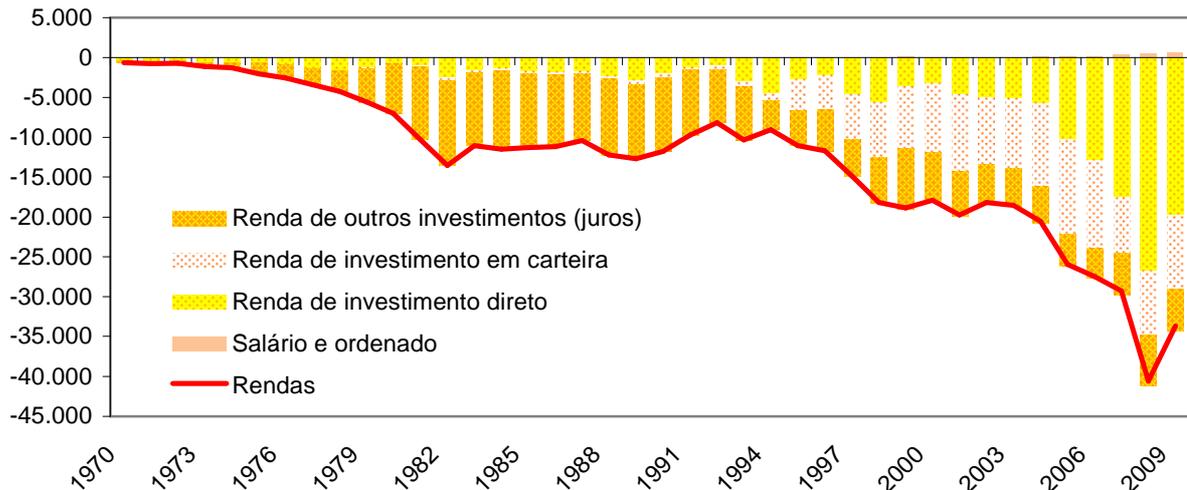


Gráfico 7 - Rendas (US\$ milhões - correntes)
 Fonte: Banco Central do Brasil (elaboração própria)

Como será considerada apenas a dívida externa líquida, também para as rendas enviadas só farão parte do cálculo as de outros investimentos. Por fim, a transferência líquida de recursos para o exterior (H) é composta pela balança comercial mais serviços, e para a dívida externa líquida utiliza-se os dados divulgados pelo Banco Central, como apresentado no Gráfico 8 em dólares de 2009.

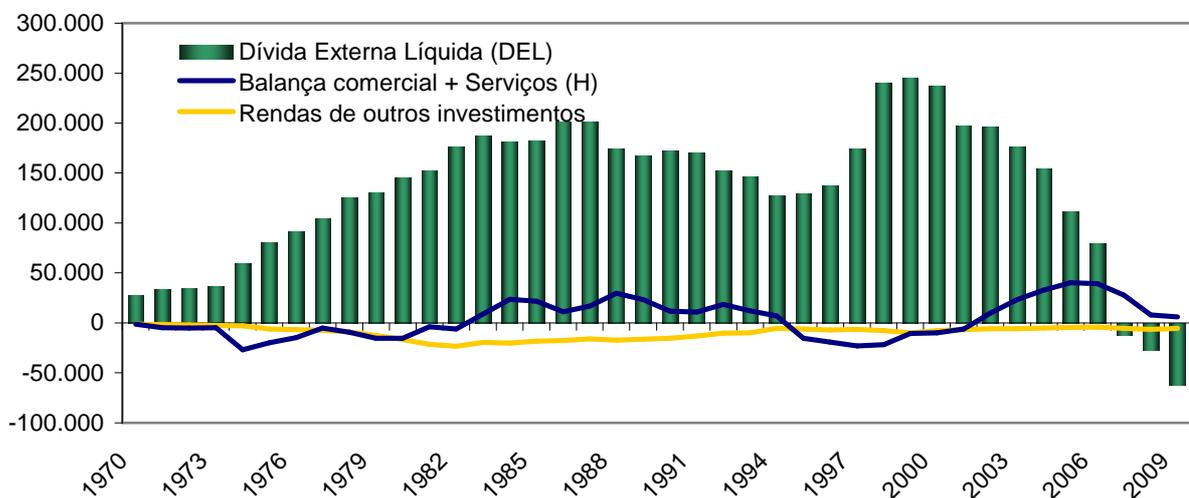


Gráfico 8 - Dívida Externa Líquida (US\$ milhões - base 2009)
 Fonte: Banco Central do Brasil e Bureau of Labor Statistics (elaboração própria)

Retornando à tabela dos seis estágios do ciclo da dívida (apresentada na página 12), verifica-se que os critérios da quarta fase parecem ser satisfeitos entre 2007 e 2009: H declinante, mas ainda positivo; DEL negativa; e decrescente (dD/dt negativo).

Fase	Tipificação	H	D	dD/dt
I	Devedor jovem	-	+	+
II	Devedor intermediário	+	+	+
III	Devedor maduro	+	+	-
IV	Credor jovem	+	-	-
V	Credor intermediário	-	-	-
VI	Credor maduro	-	-	+

Tabela 2- Evolução dos ativos e passivos externos líquidos nas fases do ciclo da dívida (grifo próprio)
Fonte: Simonsen e Cysne (2009). Elaboração própria.

É visivelmente um momento de grandes mudanças para o quadro externo brasileiro. Uma dívida que vem sendo carregada desde antes de 1970, e que, após uma sucessão de saldos positivos na transferência líquida de recursos para o exterior, consegue, pela primeira vez no período analisado romper o eixo horizontal é algo que cabe registro. A dívida externa líquida brasileira já era bastante elevada em 1980, e alcançou novos patamares em 1999 e 2000, mesmo quando se leva em conta a inflação. Contudo, a partir deste ano ingressou em uma trajetória declinante, revertendo em oito anos um endividamento que se estendia há mais de vinte.

No conceito estrito da teoria, os critérios do quadro são satisfeitos. No entanto, algumas observações precisam ser feitas. Em primeiro lugar, entre 1999 e 2009 o saldo nominal acumulado em H ficou próximo de US\$ 150 bilhões, enquanto a redução da DEL no mesmo período superou US\$ 250 bilhões. Isto significa dizer que apenas 60% da redução da DEL é explicada pelo aumento de H. Desde 2005 a autoridade monetária vem adquirindo parte dos dólares que ingressam no país, sejam provenientes de exportações, sejam de investidores estrangeiros para investimento direto ou em carteira. No mesmo período 1999-2009, os ingressos acumulados destas duas contas alcançaram juntas US\$ 325 bilhões, ou seja, o ingresso de divisas para o mercado financeiro e investimento direto superou o ingresso comercial, e respondem por pelo menos 40% da redução da DEL através do aumento das reservas.

Como pode ser verificado no Gráfico 4 da página 50, a redução da DEL de 1999 até 2009 foi causada por uma queda de 18% na dívida externa bruta e por um aumento de 550% das reservas, tendo esta fechado o ano de 2009 em US\$ 238 bilhões. Como a valorização dos ativos é computada apenas na PII, este saldo representa principalmente o resultado acumulado do balanço de pagamentos, que

no período foi de US\$ 176 bilhões. Desta forma, fica evidente que a conversão da DEL em 2007 não foi causada apenas pelo aumento do H, como previa a teoria do ciclo da dívida, mas em muito pelo aumento do passivo externo líquido.

Outra característica da fase do credor jovem não verificada no Brasil é o ingresso de renda líquida, trazida pelo superávit externo líquido. Ocorre que o país reverteu sua DEL, mas as rendas continuam sendo enviadas para o exterior. Uma das causas é que a dívida externa bruta permanece elevada, com saldo de US\$ 198 bilhões em 2009. Embora o volume em reservas seja superior, este não foi investido em rubricas da conta outros investimentos, portanto não gera renda positiva nesta conta. É evidente que o saldo das reservas é remunerado, mas sua valorização na PII é muito volátil para ser comparada com a remessa de juros contratuais. Uma vez que fossem consideradas, seria igualmente necessário computar as valorizações do passivo da PII, que superam em muito os ativos.

Embora este trabalho contemple a revisão das contas externas apenas até 2009, os números divulgados pelo Banco Central para os três primeiros trimestres de 2010 apresentaram saldo de H negativo em todos. Também a conta corrente apresentou déficit em 2008 e 2009, sendo que ambos os saldos já foram superados em julho de 2010. Ainda que a DEL tenha se mantido negativa (superávit externo), nos dois primeiros trimestres de 2010 sua tendência de expansão do superávit se reverteu, com saldos cada vez mais próximos do eixo. Em uma simples revisão da tabela do ciclo da dívida, seria provável que se suspeitasse que o país estivesse ingressando na quinta ou sexta fase, a de credor intermediário/maduro: H negativo e DEL negativa. No entanto, com todas as considerações que se fez a respeito da consistência desta reversão de déficit em superávit, pautada no aumento das reservas pelo influxo financeiro, a hipótese não se sustenta. Pelo contrário, seria provável supor que o ingresso na fase de credor jovem, na verdade, não passa de uma situação momentânea, que ainda não se firmou como reversão estrutural da dívida externa brasileira.

Há que se acrescentar que esta inversão de quadro é um acontecimento ímpar na história. O crédito externo sempre esteve presente ao longo da industrialização brasileira, permitindo que se alcançassem níveis industriais e tecnológicos inéditos, além de reduzir a dependência dos bens de capital importados. Conforme Barros e Giambiagi (2009, p. 16), a maioria dos setores agrícolas e as empresas produtoras de *commodities* metálicas do Brasil são grandes

consumidoras de tecnologias. “Quanto à indústria, depois da China, o Brasil é o país emergente com a maior diversidade industrial do mundo emergente”. Nível este que talvez não tivesse sido alcançado não fosse o crédito externo, cabendo referência às considerações de Schumpeter quanto à importância do crédito para o desenvolvimento econômico, pois “onde não há nenhum poder direto dos líderes de dispor dos meios de produção, o desenvolvimento é em princípio impossível sem o crédito” (SCHUMPETER, 1985, p. 74).

Em suma, a revisão das contas externas brasileiras resume-se nos seguintes aspectos: a estabilidade econômica trouxe maior ingresso de divisas para investimento direto e em carteira, permitindo elevação das reservas que, por sua vez, emitem sinais de solidez externa ao mercado e favorecem a entrada de mais recursos a juros mais baixos. Estes contribuem à avaliação para o ingresso de investimento direto, preferível já que não pode evadir-se rapidamente como o financeiro, realimentando a substituição da dívida contratual por passivos em moeda doméstica. Mas, por outro lado, não significam que o débito esteja quitado, já que a dívida externa bruta permanece exigindo a remessa de rendas ao exterior e o passivo externo líquido segue absorvendo poupança externa ao invés de supri-la.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A dívida externa brasileira tem sido um tema de grande importância nos últimos quarenta anos, em especial nos anos 1970 e 1980 quando sofreu os impactos de dois choques do petróleo e as crises internacionais que os sucederam. A industrialização do país foi levada adiante, mesmo em meio a estas restrições externas, com forte participação do crédito internacional. Embora os custos do endividamento tenham sido pesados, o país encontra-se em situação muito mais favorável para gerar superávits agora que a pauta é mais diversificada e com maior dose de valor agregado.

Após cumprir seu propósito como financiador da industrialização brasileira, o crédito externo foi decisivo também na busca pela estabilização econômica após 1994, através do aumento das importações cobertos por investimento estrangeiro direto e em carteira. A diferença é que, para as duas primeiras décadas analisadas, o crédito foi predominantemente contratual, enquanto que nas décadas mais recentes, converteu-se em passivos denominados em moeda doméstica.

Este diferencial possibilitou que os impactos das crises externas fossem sentidos de formas diferentes, já que as primeiras provocavam elevação do déficit externo, enquanto a mais recente, em 2008, resultou em queda do passivo apurado na PII sem que houvesse redução das reservas. É claro que outros aspectos institucionais foram decisivos para o reduzido impacto da crise de 2008, mas analisa-se aqui apenas o peso das contas externas.

Como o atual passivo externo é bem menos preocupante que a dívida externa contratual, o presente trabalho buscou demonstrar que sua reversão em 2007 foi um feito de grande relevância para a macroeconomia nacional. Embora o crédito externo líquido tenha sido obtido, em grande medida, pelo aumento das reservas acumuladas pela expansão do passivo externo, é também importante ressaltar que a crescente transferência líquida de recursos para o exterior de 2003 a 2006 foi crucial para tal feito. A obtenção de superávits recorde na balança comercial brasileira conseguiu superar expressivamente o problema crônico da balança de serviços, constantemente deficitária.

A análise da evolução da dívida externa líquida brasileira pela ótica da teoria do ciclo da dívida não pôde ser, contudo, tão conclusiva. Esta teoria traduz

fielmente a época em que foi criada, quando a maior parte do passivo externo líquido era representada pela dívida externa bruta menos o saldo das reservas. Graças à ascensão dos mercados globalizados, a parcela de investimento direto e financeiro no passivo externo líquido passou a integrar quase a sua totalidade, contribuindo inclusive para a conversão da dívida em crédito externo líquido. O ingresso do país na fase de credor jovem está de acordo com os requisitos da tabela desde 2007, mas não foi majoritariamente explicado pela transferência líquida de recursos para o exterior.

De 2007 a 2009 os superávits comerciais foram se reduzindo, e os números parciais de 2010 já apresentam H negativo. A história não permitiu que se soubesse o que poderia ter ocorrido com a balança comercial caso a crise externa de 2008 não ocorresse. O país construiu nos últimos anos bases sólidas para o crescimento econômico, e o setor exportador pode ser decisivo no novo quadro que se delineia, com a demanda real das economias em desenvolvimento por infraestrutura. Se as expectativas de alguns economistas estiverem corretas, o país poderá retomar as transferências líquidas de recursos para o exterior em breve, e assim confirmar-se na fase de credor jovem consistentemente.

REFERÊNCIAS

- AVERBUG, André; GIAMBIAGI, Fábio. **A crise brasileira de 1998/1999** – origens e consequências. Rio de Janeiro, maio/2000. Textos para discussão n.77
- BAHRY, Thaiza R. **Os ciclos de endividamento da economia brasileira no período 1968-1999**. V Congresso Brasileiro de História Econômica e 6ª Conferência Internacional de História de Empresas. ABPHE, 2003.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Relatório Anual 2005**. v. 41 . Brasília: 2005. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM2005>>. Acesso em: out. 2010.
- _____. **Relatório Anual 2009**. v. 45. Brasília: 2009. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM2009>>. Acesso em: out. 2010.
- _____. **Sistema gerenciador de séries temporais (SGS)**. v. 2.0, Módulo público. [Brasília]: 1947-. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: set. 2010.
- _____. **Série histórica do balanço de pagamentos**. [Brasília]: 1947-. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SERIEBALPAG>>. Acesso em: set. 2010.
- BARBOSA, Fernando H.; BARROS, Octavio. Os determinantes de longo prazo das contas externas brasileiras. In: GIAMBIAGI, Fábio; BARROS, Octavio (Orgs.). **Brasil pós-crise**. Rio de Janeiro: Campus, 2009. cap. 4.
- BARROS, Octavio; GIAMBIAGI, Fabio. Brasil pós-crise: seremos capazes de dar um salto? In: GIAMBIAGI, Fábio; BARROS, Octavio (Orgs.). **Brasil pós-crise**. Rio de Janeiro: Campus, 2009. cap. 1.
- BELLUZZO, Luiz G. M.; ALMEIDA, Julio G. **Depois da queda**: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.
- BIER, Amaury G.; PAULANI, Leda M.; MESSENERG, Roberto P. **O heterodoxo e o pós-moderno**: o Cruzado em conflito. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1987.
- BLANCHARD, Oliver J. Debt and current account deficit in Brazil. In: ARMELLA, Pedro A.; DORNBUSCH, Rudiger; OBSTFELD, Maurice (Eds.). **Financial policies and the world capital market**: The problem of latin american countries. United States: University of Chicago Press. 0-226-02996-4, 1983.
- BRASIL. **Ministério da Fazenda**. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/>>. Acesso em: out. 2010.
- BUREAU OF LABOR STATISTICS. **Consumer price index databases (CPI)**. Disponível em: <<http://www.bls.gov/cpi/>>. Acesso em: nov. 2010.

CARDOSO, Eliana. The macroeconomics of the brazilian external debt. In: SACHS, Jeffrey D. (Ed). **Developing country debt and the world economy**. United States: University of Chicago Press. 0-226-73338-6, 1989.

_____. **Economia Brasileira ao alcance de todos**. 15.ed. São Paulo: Brasiliense, 1994.

CARNEIRO, Dionísio D.; MODIANO, Eduardo. Ajuste externo e desequilíbrio interno: 1980-1984. In: ABREU, Marcelo P. (Org.). **A ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989**. 17.ed. Rio de Janeiro: Campus, 1990.

CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX**. São Paulo: UNESP, IE – Unicamp, 2002.

CARUSO, Paulo R. S. **A fragilidade externa da economia brasileira na segunda fase do Plano Real (1999-2006)**: Uma abordagem minskiana. Dissertação de Mestrado em Economia da UNB. Brasília: 2007.

CASTRO, Antonio B.; SOUZA, Francisco E. P. **A Economia brasileira em marcha forçada**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985.

CASTRO, Antonio B. A reestruturação industrial brasileira nos anos 90: uma interpretação. **Revista de economia política**. vol. 21, nº 3 (83), jul.-set. 2001.

CASTRO, Lavínia B. Esperança, frustração e aprendizado: A história da Nova República. In: GIAMBIAGI, Fábio et al. (Org.). **Economia brasileira contemporânea**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005a. cap. 5.

_____. Privatização, abertura e desindexação: a primeira metade dos anos 90. In: GIAMBIAGI, Fábio et al. (Org.). **Economia brasileira contemporânea**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005b. cap. 6.

CLINE, William R. **The United States as a debtor nation**. United States: Institute for international economics and Center for global development, 2005.

CRUZ, Paulo R. D. C. Endividamento externo e transferência de recursos reais ao exterior: os setores público e privado na crise dos anos oitenta. **Nova economia**. Belo Horizonte: v.5, n.1, ago. 1995.

CYSNE, Rubens P. **Passivo externo líquido versus dívida externa líquida**. Rio de Janeiro: FVG, 27/05/2008. Disponível em: <http://www.fgv.br/professor/rubens/HOMEPAGE/ARTIGOS_E_REPORTAGENS_DE_POL_ECON/Artigos_Publicados/2008/Passivo%20Externo.pdf>. Acesso em: out. 2010.

DELFIM NETTO, Antonio. Meio século de economia brasileira: desenvolvimento e restrição externa. In: GIAMBIAGI, Fabio et al. (Org.). **Economia brasileira contemporânea**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. cap. 9.

DORNBUSCH, Rudiger. Debt problems and the world macroeconomy. SACHS, Jeffrey D. (Ed). **Developing country debt and the world economy**. United States: University of Chicago Press. 0-226-73338-6, 1989.

FRANCO, Gustavo H. B. Auge e declínio do inflacionismo no Brasil. In: GIAMBIAGI, Fábio et al. (Org.). **Economia brasileira contemporânea**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. cap. 10.

GIAMBIAGI, Fábio. Estabilização, reformas e desequilíbrios macroeconômicos: os anos FHC. In: GIAMBIAGI, Fábio et al. (Org.). **Economia brasileira contemporânea**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005a. cap. 7.

_____. Rompendo com a ruptura: o governo Lula. In: GIAMBIAGI, Fábio et al. (Org.). **Economia brasileira contemporânea**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005b. cap. 8.

GOLDFAJN, Ilan; MINELLA, André. **Capital flows and controls in Brazil: what have we learned?** In: EDWARDS, Sebastian (Ed). United States: University of Chicago Press. 0-226-18497-8, 2007.

GREMAUD, Amaury P.; VASCONCELLOS, Marco A. S.; TONETO JUNIOR, Rudinei. *Economia brasileira contemporânea*. 3.ed. São Paulo: Atlas, 1999.

_____. _____. 7.ed. São Paulo: Atlas, 2008.

INTERNATIONAL MONETARY FUND [FMI]. **Balance of payments manual**. 5.ed. Washington DC. USA: 1993. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=157.0>>. Acesso em: out. 2010.

_____. **External debt statistics**: guide for compilers and users. Washington DC. USA: 2003.

KINDLEBERGER, Charles P. **Movimentos internacionais de capital**. Tradução de Maria Mello de Malta. Rio de Janeiro: Record, 2007.

KRUGMAN, Paul R.; OBSTFELD, Maurice. **Economia internacional**: teoria e política. São Paulo: P. Wesley, 2005.

KUME, Honorio. A política de importação do Plano Real e a estrutura de proteção efetiva. **A economia brasileira em perspectiva**. IPEA, v. 1, 1998.

MALAN, Pedro S. Uma visão abrangente sobre a crise e o processo de sua superação. In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (Orgs.). **Risco e regulação**. Rio de Janeiro: Campus, 2010.

MODENESI, André de M. **Regimes monetários**: teoria e a experiência do real. Barueri: Manole, 2005.

MODIANO, Eduardo. A ópera dos três cruzados: 1985-1989. In: ABREU, Marcelo P. (Org.). **A ordem do Progresso**: cem anos de política econômica republicana 1889-1989. 17.ed. Rio de Janeiro: Campus, 1990.

MOREIRA, Maurício M. A indústria brasileira no anos 90. O que já se pode dizer? In: GIAMBIAGI, Fabio; MOREIRA, Maurício M. (Orgs.). **A economia brasileira no anos 90**. Rio de Janeiro: BNDES, 1999.

PAULANI, Leda M.; BRAGA, Márcio B. **A nova contabilidade social**: uma introdução à macroeconomia. São Paulo: Saraiva, 2007.

PRATES, Daniela M. A inserção externa da economia brasileira no governo Lula. In: CARNEIRO, Ricardo (Org.). **A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula**. São Paulo: UNESP, 2006.

PRINCIPL GLOBAL INDICATORS. **External debt**. Disponível em: <<http://www.principalglobalindicators.org/default.aspx>>. Acesso em: nov. 2010.

_____. **External sector indicators**. Disponível em: <<http://www.principalglobalindicators.org/default.aspx>>. Acesso em: nov. 2010.

_____. **International investment position**. Disponível em: <<http://www.principalglobalindicators.org/default.aspx>>. Acesso em: nov. 2010.

REGO, José M.; MARQUES, Rosa M. (Orgs.). **Economia brasileira**. 3.ed. São Paulo: Saraiva, 2006.

SCHERER, André L. F.; PUDWELL, Celso A. M. Vulnerabilidade externa e volatilidade da balança comercial: o que se pode esperar das contas externas com a nova internacionalização da economia brasileira? **Indicadores Econômicos FEE**. Porto Alegre: v. 31, n. 1, p. 95-130, jun. 2003.

SCHUMPETER, Joseph A. **Teoria do desenvolvimento econômico**: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico. Tradução de Maria Sílvia Possas. 2. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

SIMONSEN, Mário H. The developing-country debt problem. **EPGE FGV – Ensaios Econômicos**. n. 49, 1984.

_____. Os rumos da dívida externa. *Conjuntura Econômica*, 38(3), mar. 1984. In: SARMENTO, Carlos E.; WERLANG, Sergio R. C.; ALBERTI, Verena (Orgs.). **Textos escolhidos**. Rio de Janeiro: FGV, 2002a. p. 90.

_____. O México abusou da âncora cambial. *Exame*, ano 27, n.2, 18-01-1995. In: SARMENTO, Carlos E.; WERLANG, Sergio R. C.; ALBERTI, Verena (Orgs.). **Textos escolhidos**. Rio de Janeiro: FGV, 2002b. p. 386.

_____; CYSNE, Rubens P. **Macroeconomia**. 4.ed. São Paulo: Atlas, 2009.

SOUZA, Nilson A. **Economia brasileira contemporânea: de Getúlio a Lula**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2008.

TORRES FILHO, Ernani T.; PUGA, Fernando. Exportações brasileiras: um cenário pós-crise internacional. In: GIAMBIAGI, Fábio; BARROS, Octavio (Orgs.). **Brasil pós-crise**. Rio de Janeiro: Campus, 2009.

WOLF, Martin. **A reconstrução do sistema financeiro global**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

WORLD BANK, THE [BANCO MUNDIAL]. International capital and economic development - world development indicators. **World Development Report 1985**. Oxford University Press: 1985. Disponível em: <http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2000/12/13/000178830_98101911111997/Rendered/PDF/multi_page.pdf>. Acesso em: set. 2010.