

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

PAULO RICARDO ALMEIDA SERAFINI

**AUTONOMIA PARA POLÍTICA ECONÔMICA E VULNERABILIDADE EXTERNA:
UMA ANÁLISE PARA O BRASIL NO PERÍODO 1994-2010**

Porto Alegre

2019

PAULO RICARDO ALMEIDA SERAFINI

**AUTONOMIA PARA POLÍTICA ECONÔMICA E VULNERABILIDADE EXTERNA:
UMA ANÁLISE PARA O BRASIL NO PERÍODO 1994-2010**

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

Orientadora: Prof. Dr^a. Luiza Peruffo

Porto Alegre

2019

CIP - Catalogação na Publicação

Serafini, Paulo Ricardo Almeida
Autonomia para política econômica e vulnerabilidade
externa: uma análise para o Brasil no período
1994-2010 / Paulo Ricardo Almeida Serafini. -- 2019.
73 f.
Orientador: Luiza Peruffo.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade
de Ciências Econômicas, Curso de Ciências Econômicas,
Porto Alegre, BR-RS, 2019.

1. Hierarquia monetária. 2. Autonomia para política
econômica. 3. Vulnerabilidade externa. I. Peruffo,
Luiza, orient. II. Título.

PAULO RICARDO ALMEIDA SERAFINI

**AUTONOMIA PARA POLÍTICA ECONÔMICA E VULNERABILIDADE EXTERNA:
UMA ANÁLISE PARA O BRASIL NO PERÍODO 1994-2010**

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

Aprovado em Porto Alegre, 9 de julho de 2019.

BANCA EXAMINADORA:

Prof^a. Dr^a. Luiza Peruffo - Orientadora

UFRGS

Prof. Dr. André Moreira Cunha

UFRGS

Prof^a. Dr^a. Fernanda Oliveira Ultremare

UFRGS

AGRADECIMENTOS

Este trabalho é resultado de muitos esforços dispendidos para a minha formação. Primeiramente, gostaria de agradecer a todos e todas brasileiros(as) que, com seu esforço e suor de seu trabalho, sustentam a estrutura desta universidade, da qual tenho orgulho de ter feito parte e de ter me formado. É preciso, mais do que nunca, ressaltar a importância que esta universidade, seu corpo docente, técnico e discente tem para a sociedade brasileira. Aqui se produz ciência, tecnologia, conhecimento e se permite o convívio democrático com a pluralidade. Balbúrdia? Desconhecemos. Muito obrigado UFRGS.

Agradeço a todos e todas professores(as) que durante a graduação me inspiraram e me fizeram alguém melhor. Aproveito, aqui, para agradecer minha orientadora Prof^a Dr^a Luiza Peruffo que com sua inteligência e humildade me acolheu e me guiou na realização deste trabalho.

Agradeço a minha família. Aos meus pais Gisa Almeida Moura, *In Memoriam*, e Olmiro Serafini Eco, pelo esforço, amor e dedicação, que cada um e a sua maneira, colocaram na minha formação. Aos meus irmãos, Ana Paula Almeida Serafini e Luís Gustavo Almeida Serafini, por partilharem dos melhores e dos piores momentos. É preciso dizer que o ano de 2018 foi extremamente desgastante para qualquer minoria social e, eu como homem gay, acabei por adoecer mentalmente. Por isso, agradeço ao meu psicanalista Guilherme Paim, que me ajudou e me ajuda a conhecer o meu mais profundo 'eu' e me aceitar, facilitando a realização deste trabalho.

Finalmente agradeço a todos e todas amigos(as) que ao longo de toda minha graduação estiveram ao meu lado e, que comigo, dividiram litros de Devassa e polar no Mister X ou por qualquer outro lugar que descobríamos na Cidade Baixa, que vendia litro de cerveja barato. São tantos e todos(as) estão no meu coração. Vocês são minha família, também, sem os quais este caminho teria sido mais difícil.

RESUMO

O Sistema Monetário-Financeiro Internacional (SMFI) atual é caracterizado pela hierarquização monetária. Esta hierarquização traz consequências sobre a autonomia para condução da política econômica, principalmente para os países que emitem moedas periféricas. O objetivo deste trabalho é contribuir com a literatura que busca responder de que maneira o aumento de autonomia para política econômica permitiu ao governo diminuir a vulnerabilidade externa da economia brasileira no período 1994-2010. Parte-se da hipótese de que a autonomia é determinada exogenamente devido a atual configuração hierarquizada do SMFI. Para isso, será feita uma revisão da literatura que trata da hierarquia dentro do SMFI e dos conceitos de autonomia para política econômica e vulnerabilidade externa. Em seguida, se analisará historicamente o período selecionado, levando-se em conta o foco de interesse neste trabalho: autonomia para política econômica e vulnerabilidade externa. Por fim, se analisará os canais em que a vulnerabilidade externa se manifesta, neste trabalho representado pela evolução das contas externas, da gestão da dívida pública e de indicadores de liquidez e solvência.

Palavras-chave: Hierarquia monetária. Autonomia para política econômica. Vulnerabilidade externa.

ABSTRACT

The current International Monetary-Financial System (IMFS) is characterized by its monetary hierarchy. This hierarchy results in consequences upon the autonomy for economic policies conduction, mainly in countries that issue peripheral currencies in the international monetary and financial system. This research aims to answer how the increase in autonomy for economic policy making allowed the government to reduce the external vulnerability of the Brazilian economy in the period of 1994-2010. This research starts from the hypothesis that autonomy is exogenously determined due to the current hierarchical configuration of the IMFS. For that purpose, the literature that deals with monetary hierarchy, the concepts of economic policy autonomy and external vulnerability will be revisited. Subsequently, the selected historic period will be analyzed, taking into consideration the focus of this work: economic policy autonomy and external vulnerability. Finally, the channels in which external vulnerability is manifested will be analyzed, in this work represented by external accounts evolution, the public debt administration, external liquidity and solvency indicators.

Keywords: Monetary hierarchy. Economic policy autonomy. External vulnerability.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Pirâmide Monetária de Cohen.....	13
Figura 2 – Hierarquia Monetária segundo De Conti, Prates e Plihon	15
Quadro 1 – Determinantes de autonomia	18
Quadro 2 – Resumo da literatura consultada sobre vulnerabilidade externa	24
Gráfico 1 - Reservas Internacionais totais para o Brasil entre janeiro/92 e janeiro/95	35
Gráfico 2 - Inflação Mensal para o Brasil entre jan/1993 e dez/1998 (IGP-DI).....	37
Gráfico 3 - Dívida Líquida/Exportações para o Brasil entre 1990-1998.....	38
Gráfico 4 – Reservas Internacionais totais para o Brasil no período jul/98-jan/99 (US\$ - Milhões).....	40
Gráfico 5 – Reservas internacionais totais para o Brasil no período 1999-2010 (Milhões US\$)	44
Gráfico 6 - Participação das exportações para China em relação às exportações totais entre 1999 e 2010	45
Gráfico 7 - Balança Comercial para o período 1994-1998 (US\$).....	49
Gráfico 8 - Exportações por fator agregado para o período 1994-1998	50
Gráfico 9 - Investimento Direto Estrangeiro (IDE), Investimento Estrangeiro em Portfólio (IEP) e Resultado do Balanço de Pagamentos (BP) entre 1994 e 1998 para o Brasil (US\$ – Milhões)	51
Gráfico 10 - Evolução da composição da dívida mobiliária federal para o período 1994-1998	52
Gráfico 11 - Evolução da razão dívida líquida/PIB do governo geral para o período 1994-1998	53
Gráfico 12 - Balança comercial para o Brasil no período 1999-2010	54
Gráfico 13 - Exportações por fator agregado para o Brasil no período 1999-2010 ...	56
Gráfico 14 - Investimento direto estrangeiro (IDE), Investimento estrangeiro em portfólio (IEP) e resultado do balanço de pagamentos (BP) para o Brasil no período 1999-2010 (US\$ - Milhões)	57
Gráfico 15 - Evolução da composição da dívida mobiliária federal entre 1999 e 2010	58

Gráfico 16 - Evolução da razão dívida líquida/PIB do governo geral para o período 1999-2010	59
Gráfico 17 - Indicador de Liquidez Dívida Externa de Curto Prazo (CP) / Reservas.	61
Gráfico 18 - Indicador de Liquidez Passivo Externo de Curto Prazo (PECP) / Reservas	62
Gráfico 19 - Indicador de Solvência Juros da Dívida Externa / Exportações	64
Gráfico 20 - Indicador de Solvência Passivo Externo Líquido (PEL) / Exportações ..	65

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	10
2	ESTRUTURA DO SMFI, AUTONOMIA PARA POLÍTICA ECONÔMICA E VULNERABILIDADE EXTERNA: ABORDAGENS CONCEITUAIS	12
2.1	ESTRUTURA DO SISTEMA MONETÁRIO-FINANCEIRO INTERNACIONAL ..	12
2.1.1	A hierarquização de moedas	13
2.1.2	Hierarquização de moedas e assimetrias do SMFI	16
2.1.3	Autonomia como poder	17
2.2	DEFINIÇÃO DE VULNERABILIDADE EXTERNA E AUTONOMIA PARA POLÍTICA ECONÔMICA.....	20
2.2.1	Definição de vulnerabilidade externa de uma economia	21
2.2.2	Definição de autonomia para política econômica	25
2.3	CONSIDERAÇÕES FINAIS	29
3	EVOLUÇÃO HISTÓRICA DA AUTONOMIA PARA POLÍTICA ECONÔMICA E DA VULNERABILIDADE EXTERNA NO PERÍODO 1994-2010.....	31
3.1	CONTRASTE ENTRE A CRISE DE 1999 E 2008 NO BRASIL	31
3.2	UMA VISÃO GERAL DO PERÍODO 1994-1998: PLANO REAL E SUAS CONSEQUÊNCIAS	33
3.3	UMA VISÃO GERAL DO PERÍODO 1999-2010: TRANSIÇÃO GOVERNAMENTAL, NOVO CICLO DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL E CRISE FINANCEIRA	41
3.4	CONSIDERAÇÕES FINAIS	46
4	EVOLUÇÃO DAS CONTAS EXTERNAS, DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL E INDICADORES DE LIQUIDEZ E SOLVÊNCIA.....	48
4.1	O PERÍODO 1994-1998	48
4.1.1	A evolução do setor externo para o período 1994 – 1998	48
4.1.2	Composição da dívida mobiliária federal para o período 1994-1998	51
4.2	O PERÍODO 1999-2010	53
4.2.1	Evolução das contas externas para o período 1999-2010.....	54
4.2.2	Composição da dívida mobiliária federal para o período 1999-2010	57
4.3	INDICADORES DE LIQUIDEZ E SOLVÊNCIA EXTERNA PARA O PERÍODO DE 1994-2010	59

4.3.1	Indicadores de liquidez externa.....	60
4.3.2	Indicadores de solvência externa.....	63
4.4	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	65
5	CONCLUSÃO.....	67
	REFERÊNCIAS.....	70

1 INTRODUÇÃO

O Sistema Monetário-Financeiro Internacional (SMFI) atual é caracterizado pela hierarquização das moedas emitidas pelos países em torno de uma moeda central, o dólar, que desempenha as funções básicas da moeda no âmbito internacional (DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2014; COHEN, 2015, 2019; PRATES, 2005a). Essa hierarquização das moedas traz consequências econômicas importantes, principalmente para os países que emitem moedas periféricas no SMFI, uma vez que as mesmas não conseguem desempenhar suas funções básicas internacionalmente; assim, em momentos de estresse financeiro ou de crises internacionais, os investidores que buscaram a diversificação do seu portfólio de investimento em momentos de expansão do ciclo de liquidez internacional, praticam uma fuga para qualidade ou fuga para liquidez, o que acaba por causar a volatilidade da taxa de câmbio e do juros nesses países. Desta forma, a autonomia para política econômica dos países na periferia do SMFI acaba por ser muito mais limitada, uma vez que os mesmos subordinam seus instrumentos de política econômica para a estabilização da taxa de câmbio e dos efeitos oriundos dos movimentos de capitais voláteis. Além disso, os movimentos abruptos de capitais acabam por vulnerabilizar ainda mais a economia desses países, os quais se encontram em patamares inferiores de desenvolvimento e necessitam de grande quantidade de capitais para financiá-lo. Em última instância, essa volatilidade dos capitais pode levar a situações de crise cambial e do Balanço de Pagamentos (BP).

O caso brasileiro chama a atenção, pois ao longo do período 1994-2010, ocorreram dois eventos externos importantes: a crise dos países emergentes no final da década de 1990 e a crise financeira de 2008. A primeira, que atingiu México, Ásia e Rússia, foi uma das responsáveis pela crise brasileira de 1999, resultando no abandono das âncoras de estabilização do Plano Real e na necessidade de recorrer aos recursos do FMI para financiar o déficit em BP. Todavia, na crise de 2008, considerada a pior desde 1929, os impactos foram minimizados e não houve crise cambial ou do balanço de pagamentos, como em 1999. Portanto, parece claro que a vulnerabilidade externa tenha, de algum modo, diminuído no período 1994-2010.

A hipótese assumida neste trabalho é de que nos momentos de expansão do ciclo de liquidez internacional, a autonomia para política econômica desses países é

aumentada – isto é, determinada exogenamente – seja pelo acúmulo de reservas internacionais, seja pelo aumento dos fluxos dos capitais autônomos. Assim, cabem aos países utilizarem destes momentos de maior autonomia para a redução da vulnerabilidade externa de suas economias através de instrumentos ativos por parte do governo. Portanto, o objetivo principal deste trabalho é investigar e contribuir para a resposta da seguinte pergunta: de que maneira o aumento de autonomia para política econômica permitiu ao governo reduzir a vulnerabilidade externa da economia brasileira no período 1994-2010? A importância deste trabalho reside no entendimento de como os ciclos internacionais de liquidez afetam a autonomia dos países periféricos no SMFI e, a partir deste entendimento, como a postura ativa dos governos pode contribuir para a redução de determinadas vulnerabilidades apresentadas pela economia a partir de uma situação de maior autonomia. Metodologicamente, este trabalho foi realizado através de uma revisão da literatura acerca da hierarquia monetária, da autonomia para política econômica e da vulnerabilidade externa. Além disso, realizou-se uma revisão da história econômica fazendo-se o recorte de interesse a este trabalho. Por fim, também foram utilizados dados primários e secundários para a elaboração dos gráficos e indicadores que o compõem. Aqui cabe ressaltar a dificuldade encontrada na busca por dados de estoque de investimento em portfólio, direto etc, que impossibilitaram a utilização de alguns indicadores que tinham como *input* estes dados.

Além desta introdução, este trabalho contará com mais três capítulos: no primeiro capítulo, buscar-se-á revisar na literatura que trata da hierarquia monetária no SFMI e seus impactos sobre a autonomia, a conceituação de vulnerabilidade externa e de autonomia para política econômica, situando o leitor dentro do referencial teórico adotado neste trabalho. No segundo capítulo far-se-á uma revisão histórica do período, considerando os pontos de interesse deste trabalho, quais sejam, autonomia para política econômica e vulnerabilidade externa. No quarto e último capítulo, analisar-se-á os canais pelos quais a vulnerabilidade externa pode ser identificada, neste trabalho representados pela evolução das contas externas e a gestão da dívida pública, além dos indicadores de liquidez e solvência para economia brasileira, a fim de se analisar quantitativamente a tendência da vulnerabilidade externa no período considerado. Por fim, as conclusões finais serão apresentadas.

2 ESTRUTURA DO SMFI, AUTONOMIA PARA POLÍTICA ECONÔMICA E VULNERABILIDADE EXTERNA: ABORDAGENS CONCEITUAIS

O objetivo deste capítulo é revisar a literatura acerca da caracterização do atual Sistema Monetário-Financeiro Internacional e de como sua estrutura hierarquizada se relaciona com as questões de autonomia para política econômica e vulnerabilidade externa. Para tal, este capítulo iniciará com uma discussão no campo da Economia Política Internacional, abordando-se as características do SMFI, sua estrutura, hierarquização e como a autonomia, dentro desta discussão, pode ser caracterizada. Em seguida, se abordarão os conceitos associados à vulnerabilidade externa e à autonomia para política econômica dentro de uma perspectiva de teoria econômica.

2.1 ESTRUTURA DO SISTEMA MONETÁRIO-FINANCEIRO INTERNACIONAL

O SMFI que emergiu após o colapso de Bretton Woods em 1971 se baseou, como em outros momentos da história do sistema internacional, no uso de uma moeda chave. Nos anos 1970, o dólar era a moeda que desempenharia esse papel, ancorando-se no poder financeiro dos Estados Unidos, país que detinha as mais importantes instituições financeiras e um mercado doméstico de enorme liquidez. Além disso, a hegemonia financeira dos EUA dentro do atual SMFI foi reforçada pelo choque da taxa de juros americana em 1979 e pela política do “dólar forte”, bem como pela desregulamentação e liberalização financeira (PRATES, 2005a). Desta forma, o dólar não desempenharia apenas a função de reserva de valor, como em outros momentos da história do SMFI, mas também o papel de uma moeda financeira num sistema desregulado e sem paridades cambiais fixas.

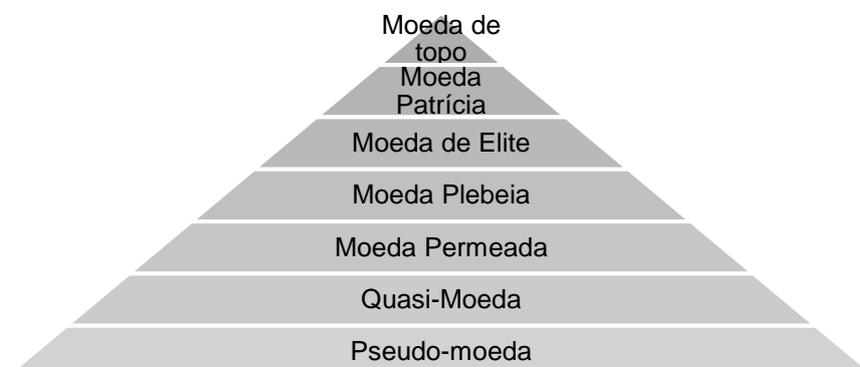
Somando-se às características vistas anteriormente, o SMFI que se originou após o colapso de Bretton Woods pode ser caracterizado, também, pelo uso do regime de câmbio flutuante e a livre mobilidade de capitais. Essa estrutura combinada e em interação, isto é, o dólar como moeda financeira central do sistema, a liberalização dos fluxos de capitais e o regime de câmbio flutuante tem consequências importantes, pois criam dentro do sistema uma hierarquia e assimetrias nas relações entre os países que dele fazem parte. Estes pontos serão explorados nas próximas duas

seções, levando-se em consideração que uma hipótese assumida neste trabalho é de que os países emissores de moedas periféricas têm sua autonomia determinada exogenamente pelos ciclos de liquidez no SMFI, cabendo ao país utilizar esse aumento de autonomia para redução da vulnerabilidade externa da economia. Por isso, é necessário buscar na literatura o debate teórico acerca da hierarquização e assimetrias do SMFI para que possamos entender a posição que os países ocupam nele e, assim, tornar tangível a hipótese assumida.

2.1.1 A hierarquização de moedas

Para entendermos a estrutura do SMFI precisamos, primeiro, entender a hierarquia que há entre as moedas desse sistema. Cohen (2015), inspirado pelo trabalho de Susan Strange, faz um debate teórico acerca da hierarquização das moedas. Segundo o autor, as relações internacionais sempre foram caracterizadas por uma forte hierarquização e não haveria motivo para que o mesmo não fosse verdade para as relações entre as moedas de diferentes países. Além disso, o autor afirma que esse fenômeno tem sido amplamente reconhecido por historiadores monetários. A hierarquia monetária proposta por Cohen (2015), é apresentada a seguir:

Figura 1 – Pirâmide Monetária de Cohen

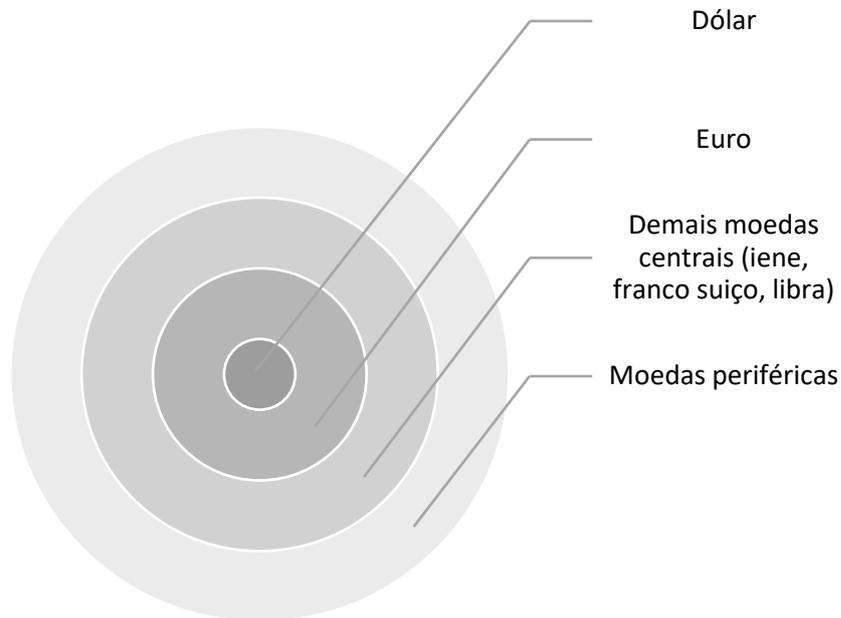


Fonte: Elaboração própria com base em Cohen (2015)

- a) **Moeda de topo** são as moedas de maior prestígio internacional, cujo uso domina, se não todo, a maioria dos propósitos internacionais. Sua popularidade é mais ou menos universal e não é limitada por qualquer região particular. Apenas duas moedas desempenharam essa característica na era moderna: a libra, antes da Primeira Guerra, e o dólar, após;
- b) **Moeda Patrícia:** o uso internacional é menos que dominante e a sua popularidade, ao mesmo tempo que difundida, é algo menos que universal. O Euro é, hoje, um exemplo de moeda patrícia;
- c) **Moeda de Elite:** tem atratividade suficiente para algum uso internacional, mas com peso insuficiente para carregar muito influência direta além de suas próprias fronteiras. É nesta categoria que estão as moedas de uso internacional mais periféricas, como a Libra, o dólar Canadense e Australiano, o Franco etc;
- d) **Moeda Plebeia:** tem uso internacional muito limitado. Internamente seu uso contempla as três funções básicas de uma moeda, porém externamente carrega muito pouco peso. Nesta categoria se encontram as moedas de pequenos estados industriais, como a Noruega e Suécia, além de alguns países emergentes de renda média e os países mais ricos exportadores de petróleo;
- e) **Moeda Permeada:** essas moedas têm sua competitividade efetivamente comprometida até dentro das fronteiras nacionais, pelo que os economistas chamam de substituição de moedas. Apesar da soberania monetária continuar sendo exercida pelo governo, moeda estrangeira supera a alternativa doméstica, particularmente como reserva de valor;
- f) **Quasi-moeda:** são moedas que perdem não só sua função de reserva de valor, mas também em algum grau a função de unidade de conta e meio de troca. São moedas que tem soberania nominal, mas são amplamente rejeitadas para a maioria dos propósitos;
- g) **Pseudo-moeda:** são moedas que existem apenas em nome, como o Balboa panamense.

De Conti, Prates e Plihon (2014) também apresentam uma esquematização da hierarquia de moedas no SMFI, como demonstrado na figura a seguir:

Figura 2 – Hierarquia Monetária segundo De Conti, Prates e Plihon



Fonte: Elaboração própria com base em De Conti, Prates e Plihon (2014)

Desta forma, apesar do uso de uma terminologia diferente da de Cohen (2015), com moedas centrais e periféricas, De Conti, Prates e Plihon (2014) apontam para o mesmo sentido: a existência de uma hierarquização monetária. Para estes autores, são estabelecidos quatro elos no SMFI: no centro do sistema, o dólar, sua moeda chave; a seguir o euro, que se destaca das outras moedas internacionais, mas sem atingir o status do dólar; as demais moedas centrais, que também apresentam suas funções no cenário internacional, mesmo que de maneira secundária; e, finalmente, o grupo que se denomina por moedas periféricas, isto é, aquelas que não exercem nenhuma de suas funções em âmbito internacional, que não seja em caráter excepcional. Portanto, as moedas, como qualquer outro produto, concorrem entre si e geram um sistema hierarquizado. Países que emitem moedas do topo da pirâmide (ou do centro do sistema) acabam se beneficiando do seu uso internacional, que **reduz custos transacionais, aumenta a flexibilidade de políticas macroeconômicas** ao permitir a diminuição da restrição externa de pagamentos, abre caminho para o **uso do *soft power* e do *hard power***. Isto é, criam-se assimetrias nas relações entre os países que fazem parte do SMFI. Estas assimetrias serão discutidas na próxima seção.

2.1.2 Hierarquização de moedas e assimetrias do SMFI

Segundo Prates (2005a), apesar da hierarquização das moedas ter existido até sobre a convenção de Bretton Woods, o sistema monetário internacional que surgiu após o seu colapso foi caracterizado pelo uso de uma moeda central – ou de Topo segundo Cohen (2015) – o dólar, pela adoção da livre flutuação cambial e livre mobilidade de capitais. Essas características levaram a uma dominância da esfera financeira sobre a produtiva, levando a uma nova dinâmica macroeconômica nos países centrais, cuja manifestação principal é o chamado ciclo de ativos. São esses países que ditam o volume e a direção dos fluxos de capitais pelo SMFI.

De Conti, Prates e Plihon (2014) apontam que as moedas centrais (ou do topo da pirâmide monetária), por desempenharem internacionalmente as funções da moeda, são líquidas (mais especificamente apresentam liquidez de divisa). Por sua vez, as moedas dos países periféricos, por não exercerem nenhuma das funções básicas da moeda no âmbito internacional, não o são. Estas características se refletem nos títulos denominados em moedas periféricas (ou da base da pirâmide), pois mesmo que sejam imediatamente conversíveis, não são aceitas como meio de pagamento internacional. Portanto, os investidores procurarão, ao investirem em ativos denominados em moedas periféricas, por rendimentos maiores; entretanto, essa demanda é determinada, em partes, pelas fases dos ciclos internacionais de liquidez, aumentando conforme o “apetite pelo risco” cresce. Com a liberalização financeira, os primeiros ativos a serem abandonados são os denominados em moedas periféricas em uma “fuga para qualidade”, gerando uma assimetria no SMFI: a **liquidez condicional** ou **cíclica** e a **liquidez perene**. Nas palavras de De Conti, Prates e Plihon (2014):

[...] a liquidez dessas moedas periféricas é, na verdade, condicional ou cíclica, já que as condições de sua troca variam enormemente em função da situação da economia mundial ou, mais precisamente, do estágio em que se encontram os ciclos internacionais de liquidez. [...] As moedas centrais, por sua vez, têm uma liquidez perene, já que os fluxos de capitais que se dirigem aos países desenvolvidos têm um caráter mais sustentável e, conseqüentemente, a demanda por essas moedas é mais constante (ao menos uma parte dessa demanda) (DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2014, p. 349)

Segundo os autores, a possibilidade de uma moeda ser líquida em um momento e deixar de ser em outro pode ser explicada pela diferença entre liquidez da moeda¹ e liquidez do mercado². A liquidez buscada pela maioria dos países periféricos está relacionada à liquidez de mercado, que é objetivada através de reformas liberais nos mercados cambiais. Essas assimetrias discutidas até o momento fazem com que os movimentos de capitais sejam marcados por ciclos: à medida que o apetite pelo risco cresce, os investidores passam a diversificar seus portfólios, procurando pelos ativos em moedas periféricas (que apresentam liquidez de mercado), aumentando o fluxo de capitais para esses países.

Esses ciclos, portanto, são exógenos às economias da periferia e ditados pelos ciclos econômicos das economias centrais. Ocampo (2001, p.3) aponta nesta direção ao afirmar que “o centro gera o choque global (em termos de atividade, fluxos financeiros, preços de commodities, e da instabilidade da taxa de câmbio), aos quais os países em desenvolvimento devem se ajustar”. Entretanto, é durante a expansão desses ciclos que os países têm maior facilidade para o acúmulo de reservas internacionais e de realizar empréstimos, o que na definição de Cohen (2015), como veremos na próxima seção, pode representar um aumento da autonomia desses países. Desta maneira, cabe aos países usarem desta maior autonomia, determinada exogenamente pelos ciclos de liquidez, para a adoção de políticas econômicas que diminuam a vulnerabilidade externa de suas economias.

2.1.3 Autonomia como poder

As economias nacionais estão conectadas por relações monetárias que podem ser representadas pela Balança de Pagamentos (BP) de cada uma dessas economias, sendo aquela – de forma sintética – o registro das entradas e saídas

¹ A liquidez da moeda está relacionada à própria definição de liquidez e das características da moeda; mais precisamente, de seu uso. Isto é, quando uma moeda exerce suas funções clássicas, ela é, por definição, líquida, uma vez que já é um meio de pagamento passível de ser utilizado imediatamente para a aquisição de bens e serviços ou para a quitação de dívidas. (DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2014)

² A liquidez de mercado está relacionada às condições em que um ativo é transacionado em determinado mercado, ou seja, aos custos – monetários e temporais – envolvidos na operação. (DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2014)

monetárias de residentes e não residentes de cada país. Essas transações monetárias podem apresentar desequilíbrios, tanto déficits quanto superávits, os quais necessitam de ajustes para que o equilíbrio seja obtido. O processo de ajuste naturalmente envolve custos para os países que precisam equilibrar suas contas externas, uma vez que para tal objetivo ser atingido há a necessidade de realocações na renda, mudanças preços relativos ou controles diretos sobre fluxos de capitais.

Segundo Cohen (2015, 2019), há dois tipos de custos envolvidos: o **custo contínuo de ajuste** e o **custo transicional de ajuste**. O primeiro está relacionado ao custo que o país enfrenta no novo ponto de equilíbrio – países em déficit, por exemplo, no novo equilíbrio, ao optarem por um ajuste recessivo, se depararão com um nível de renda menor, maior desemprego etc. Além disso, ao ter que reduzir suas importações relativamente às suas exportações, receberão um pedaço menor da produção global. Já o custo transicional está relacionado ao processo de ajuste em si, podendo ser tanto econômico quanto político. Segundo o autor, a autonomia – que para ele é uma forma de poder passivo, sem a intenção de moldar premeditadamente a ação de outros países – pode ser definida como o poder de postergar (no caso dos custos contínuos) ou de desviar (no caso dos custos transicionais) os custos do ajuste externo, uma vez que estes desviam o uso de políticas econômicas de objetivos domésticos para os de ajuste externo.

Com relação ao primeiro tipo de poder, quanto mais fácil for para um país financiar seus déficits, maior será sua capacidade de postergar as pressões de ajuste. Já em termos do segundo tipo de poder, quanto maior a facilidade de um país em resistir às mudanças de preços, rendas e taxas de câmbio, maior sua capacidade de desviar as pressões de ajuste para os outros. A seguir é apresentado uma tabela resumo dos principais determinantes de autonomia segundo Cohen (2015, 2019):

Quadro 1 – Determinantes de autonomia

Determinantes de autonomia	
Poder de postergar custos contínuos de ajuste	Poder de desviar custos transicionais de ajuste
Níveis de reservas internacionais	Grau de abertura econômica
Capacidade de realizar empréstimos	Grau de adaptabilidade econômica

Fonte: Elaboração própria baseado em Cohen (2015, 2019)

Segundo o autor, o poder de desviar deriva de duas variáveis estruturais fundamentais: o grau de abertura e o grau de adaptabilidade de uma economia. Nas palavras de Cohen (2015):

[...] Openness matters for the power to deflect because it is the key determinant of an economy sensitivity, relative to the others, to payments disequilibrium (stimulus). Adaptability matters because it is the key determinant of an economy's vulnerability to disequilibrium (response). [...] The more open an economy, the greater is the range of sectors whose earnings and balance sheets will be directly impacted by adjustment, once the process begins. [...] For any given degree of openness, the adaptability of an economy determines how readily diverse sectors can reverse a disequilibrium without large or prolonged price or income changes. (Cohen, 2015, p.66-67).

Portanto, quanto menor o grau de abertura e maior a adaptabilidade de uma economia, maior é seu poder de desviar. Parece claro que este tipo de poder tende a favorecer economias maiores e mais diversificadas, uma vez que estas características geralmente estão associadas às economias menos abertas e que oferecem mais alternativas de realocação de recursos. Além disso, o custo de ajuste transicional tende a ser estável ao longo do tempo, uma vez que o grau de abertura e adaptabilidade muda lentamente.

Poder de postergar, por outro lado, está associado às variáveis financeiras que determinam a posição de liquidez internacional de cada economia, como o tamanho das reservas internacionais do Banco Central e o acesso ao crédito externo. Reservas em moedas internacionais podem ser acumuladas tanto por superávits em conta corrente ou por empréstimos. Entretanto, ambas as estratégias implicam na redução da absorção interna da economia, uma vez que para se obter superávit, as importações são reduzidas em detrimento do aumento das exportações e empréstimos maiores significam maiores pagamentos com serviços da dívida. Do outro lado, o acesso ao crédito envolve custos associados ao pagamentos do serviço da dívida, que serão tanto maiores quanto mais elevados os níveis de empréstimo; além disso, empréstimos estão associados à maior incerteza, podendo eventualmente causar uma perda de autonomia em momentos de crise já que quem arbitra quem terá acesso ao mercado de capitais são os credores internacionais. Aqui, podemos notar

um diálogo com De Conti, Prates e Plihon (2014), que apontam como responsáveis por essa perda de autonomia a hierarquização monetária do SMFI, que faz com que os investidores determinem os fluxos de ativos ou de liquidez, sendo nos momentos de crise, praticada a fuga para qualidade ou fuga para liquidez dos capitais internacionais. Portanto, os dois meios de obter maior autonomia envolvem custos e, por consequência, envolvem uma busca por nível ótimo e não sua maximização. Uma primeira conclusão que podemos observar é que o poder de postergar, através de empréstimos internacionais, parece estar associado à percepção dos credores em relação à capacidade de pagamento do serviço da dívida, favorecendo a autonomia dos países mais ricos – com maior capacidade de pagamento – e desfavorecendo a dos países mais pobres e de economia menos desenvolvida, que **estão sujeitos e limitados aos ciclos de liquidez dos mercados internacionais de capitais**. Por segundo, a distribuição do custo contínuo de ajuste é muito mais volátil do que a distribuição do custo transicional.

2.2 DEFINIÇÃO DE VULNERABILIDADE EXTERNA E AUTONOMIA PARA POLÍTICA ECONÔMICA

É importante apontar que a literatura que trata das questões associadas a vulnerabilidade externa de uma economia e autonomia para política econômica é vasta e consolidada (KEYNES, 1930; TOBIN, 1978; BAUMANN; CANUTO; GONÇALVES, 2004; GONÇALVES *et al.*, 2008; LARA, 2012; ESSERS, 2013; DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2014; RIBEIRO, 2016). Se, por um lado, tal fato é positivo, pois permite uma rica construção teórica, por outro, nos coloca frente a diferentes abordagens associadas aos conceitos de *vulnerabilidade externa* e *autonomia para política econômica*. Portanto, faz-se necessário discutir os diferentes *approaches* conceituais associados àqueles termos, uma vez que esta discussão deixará mais claro para o leitor que não existe uma linha de corte definitiva e nítida na literatura que separe de forma precisa e categórica os dois conceitos. Ribeiro (2016), um dos autores discutidos ao longo das próximas seções, aponta que um dos elementos da vulnerabilidade externa, a resiliência, está diretamente ligada com a situação financeira do país, da qual o nível de reservas internacionais faz parte. Ao mesmo

tempo, Keynes (1930), apontava que uma das maneiras de aumentar a autonomia num sistema monetário internacional padronizado e com livre mobilidade de capitais, se dava mediante o acúmulo de reservas. Portanto, não existe uma resposta consensual sobre até que ponto estamos tratando de vulnerabilidade externa ou de autonomia para política econômica e suas abrangências.

2.2.1 Definição de vulnerabilidade externa de uma economia

Como aponta Ribeiro (2016), a conceituação de vulnerabilidade externa segue duas principais vertentes: a primeira define vulnerabilidade externa como o risco de uma economia sofrer grandes impactos negativos devido a choques externos; já a segunda corrente estaria associada aos conceitos de liquidez e solvência como pontos centrais da análise da vulnerabilidade externa. Desta forma, nesta seção será feita uma revisão da literatura acerca da vulnerabilidade externa considerando a divisão proposta por Ribeiro (2016). Esta divisão se torna útil dentro do escopo deste trabalho, que será estruturado para a análise da vulnerabilidade externa dentro dessas duas perspectivas. Como aponta o próprio autor, as duas vertentes não seriam excludentes, mas antes óticas diferentes e complementares nas análises de vulnerabilidade externa, o que permite a realização de um trabalho mais consolidado e completo.

Essers (2013), autor que pode ser enquadrado dentro da primeira vertente, seguindo a literatura na qual a vulnerabilidade é vista como choques exógenos e voláteis, propõe a decomposição da vulnerabilidade em subcomponentes, quais sejam: **probabilidade de choques**, **exposição** e **resiliência**. Segundo o autor, essa abordagem oferece uma melhor clareza conceitual e é útil nos esforços de mensuração da vulnerabilidade. Desta forma, o autor define vulnerabilidade como:

$$\text{Vulnerabilidade} = \text{Probabilidade de choques} \times (\text{exposição} - \text{resiliência}) \quad (2.1)$$

Ribeiro (2016) aponta que a *exposição* está relacionada à extensão que um país pode ser impactado por choques externos e está vinculada às características

estruturais, dentre as quais: tamanho e profundidade da economia, configuração produtiva e grau de abertura financeira e comercial. Ainda segundo o autor, *resiliência* está relacionada com a capacidade de um país em neutralizar os efeitos de choques externos ou em absorver e realizar ajustes às novas condições impostas pelo choque. Estando este componente vinculado diretamente: por primeiro, às condições financeiras do país, como o nível de reservas, o grau de exposição das empresas e do setor financeiro; em segundo lugar, aos passivos denominados em moeda estrangeira; e, por último, ao grau de importância dos recursos externos como fonte de financiamento do governo. Cabe salientar que, segundo Essers (2013), a *exposição* está relacionada a fatores estruturais, que são o resultado da evolução econômica no longo prazo; por outro lado, a *resiliência* é uma característica que resulta de decisões de política econômica de curto e médio prazos (política monetária, fiscal, cambial etc). Assim, de acordo com a definição elaborada pelo autor, a vulnerabilidade pode ser aumentada ou diminuída por fatores tanto estruturais quanto de política econômica, de modo que uma maior exposição e uma menor resiliência implicam no aumento da vulnerabilidade e vice-versa.

Gonçalves *et al.* (2008) dialoga com as subcategorias de vulnerabilidade externa propostas por Essers (2013), *resiliência* e *exposição*, ao fazerem diferenciação dentro do conceito de vulnerabilidade externa, apontando que a **vulnerabilidade externa conjuntural** depende positivamente das políticas econômicas disponíveis e negativamente dos custos de ajuste externo, sendo um fenômeno essencialmente de curto prazo. Por outro lado, a **vulnerabilidade externa estrutural** depende de mudanças relativas ao padrão de comércio, da eficiência do aparelho produtivo, do dinamismo tecnológico e da robustez do sistema financeiro nacional, sendo um fenômeno essencialmente de longo prazo e determinada pela desregulação e liberalização das esferas comercial, produtivo-real, tecnológica e monetário-financeira das relações econômicas internacionais do país.

Baumann, Canuto e Gonçalves (2004) vão de encontro aos autores anteriores ao definirem vulnerabilidade “[...] como uma baixa capacidade de resistência – [em outras palavras, resiliência] – das economias nacionais diante de pressões, fatores desestabilizadores ou choques externos” (BAUMANN; CANUTO; GONÇALVES, 2004, p. 229). A *resiliência*, segundo os autores, é exercida através da política macroeconômica tradicional (política monetária e fiscal), mas também pode ser

utilizado políticas de controle de capitais, comercial e cambial. Os autores apontam que o processo de globalização levou a expansão dos fluxos de capitais, principalmente os capitais de portfólio (curto prazo) e especulativos, que diante da volatilidade desses fluxos agravou a vulnerabilidade externa, principalmente de países emergentes. Portanto, esses países estão mais expostos a choques externos, como mudanças abruptas nas condições de financiamento no mercado internacional, em consequência do aspecto assimétrico desse sistema que foi acentuado pelo processo de globalização financeira. Assim, as manifestações dessa vulnerabilidade podem ser observadas pela volatilidade da taxa de câmbio e a denominação de passivos em moeda estrangeira – fazendo-os mais vulneráveis a mudanças de condições de financiamento internacional e às alterações da taxa de câmbio – bem como o acúmulo de passivos externos de curto prazo, com destaque para os capitais de portfólio, que podem ser facilmente revertidos em momentos de choques externos.

A segunda corrente de conceituação e análise da vulnerabilidade externa de uma economia, é englobada pelos autores que tratam os conceitos de **liquidez** e **solvência** como centrais nessas análises. Segundo Ribeiro (2016), os problemas de liquidez surgem quando um país apresenta seus ativos externos líquidos e fontes de financiamento insuficientes para cobrir as necessidades imediatas de pagamento ou rolagem de passivos externos. Por sua vez, os problemas de solvência ocorrem quando o valor presente descontado das transações comerciais com o exterior é menor que o valor presente descontado dos fluxos de remuneração do passivo externo líquido (PEL), isto é, envolve uma avaliação intertemporal das diferentes variáveis que afetam as contas externas. O autor aponta que, a vulnerabilidade externa pode estar relacionada tanto a problemas de liquidez quanto de solvência. A primeira é geralmente conjuntural, podendo estar associado a desequilíbrios da economia mundial ou a uma percepção negativa quanto à solvência do país e, por isso, a necessidade de acúmulo de divisas ou acordos internacionais que garantam linhas de crédito para fazer frente a restrições externas de divisas. Já a segunda está associada a problemas de ordem estrutural, como por exemplo, déficits estruturais em transações correntes.

Dentro desta perspectiva, Lara (2012) aponta que quanto maior a participação de capitais de curto prazo na acumulação de passivos externos, maior a possibilidade de reversão abrupta desses fluxos de capitais, levando a uma situação de escassez

aguda de divisas, estando esta situação relacionada às condições de **liquidez**. Ainda segundo o autor, mesmo que os países consigam financiar seus déficits em transações correntes através do acúmulo de passivos externos, a sustentabilidade de um processo de crescimento econômico, fato gerador de déficits, não é independente do desempenho do comércio externo, pois é preciso conter o aumento da razão entre o passivo externo e as exportações. O autor aponta que essa razão é importante pois fornece aos possíveis emprestadores de divisas uma ideia da capacidade de pagamento dos serviços em moeda estrangeira por parte dos países devedores. Por sua vez, esta situação está relacionada às condições de **solvência**.

Como pode-se observar, essa abordagem analítica não é antagônica à abordagem trazida pelos autores que percebem a vulnerabilidade externa como o risco de uma economia sofrer grandes impactos negativos devido a choques externos, mas sim uma perspectiva diferente e complementar. Portanto, em uma tentativa de traçar uma linha de confluência entre estas diversas abordagens e conceituações a respeito da vulnerabilidade externa de uma economia, pode-se dizer que a vulnerabilidade resulta de características conjunturais, isto é, de curto prazo, determinadas por ações de política econômica como a cambial, fiscal, monetária etc. Estas políticas acabam por afetar, no curto prazo, o nível de reservas internacionais, exposição financeira de residentes, passivos denominados em moeda estrangeira, as condições de liquidez externa etc. Além disso, a vulnerabilidade externa possui também fontes estruturais, isto é, determinadas no longo prazo, que colocam a economia em risco de sofrer impactos negativos diante de um possível choque externo, como por exemplo o grau de abertura econômica e financeira, configuração produtiva, a condição de solvência externa etc. A seguir é apresentado um quadro resumo da literatura discutida ao longo desta seção:

Quadro 2 – Resumo da literatura consultada sobre vulnerabilidade externa

Conjuntural	A literatura revisada aponta que a vulnerabilidade que resulta de características conjunturais está associada a decisões de política econômica cambial, fiscal, monetária. Essas decisões resultam em características que afetam a vulnerabilidade no curto prazo, como as condições financeiras do país (nível de reservas, exposição financeira de residentes, etc), os passivos denominados em moeda estrangeira, o grau de importância dos recursos externos como fonte de financiamento do governo, condições de liquidez externa.
--------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Estrutural	A literatura revisada aponta que a vulnerabilidade externa que resulta de condições estruturais – isto é, determinadas no longo prazo – da economia está associada com o tamanho e profundidade da economia, configuração produtiva e grau de abertura financeira e comercial, condições de solvência externa.
-------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Fonte: Elaboração do próprio autor baseado na literatura consultada.

2.2.2 Definição de autonomia para política econômica

Segundo definição do dicionário Michaelis, autonomia é a “faculdade própria de algumas instituições quanto à decisão sobre organização e normas de comportamento, sem se dobrar ou ser influenciadas por imposições externas (Michaelis, 2018)”. Portanto, autonomia para política econômica seria a plena liberdade de formulação e implementação de políticas econômicas, sejam elas pró-cíclicas ou contra-cíclicas, por parte dos governos nacionais. Esta autonomia está geralmente implícita nos livros textos de Macroeconomia Internacional – como Krugman, Obsfeld e Melitz (2012) e Blanchard (2011) – onde os modelos AA-DD-XX ou IS-LM-BP de uma economia são apresentados. Esses modelos teóricos, geralmente associados ao *mainstream* da teoria econômica, apesar de extremamente úteis para o entendimento dos processos de ajuste econômico, falham ao pressupor a autonomia dos governos para a aplicação de políticas econômicas, uma vez que os governos nacionais (principalmente de economias emergentes) sofrem diversas restrições externas ao desenvolvimento de suas políticas econômicas.

Keynes (1930) em “*A Treatise On Money*”, traz a discussão em torno de autonomia nacional e livre mobilidade de capitais no contexto de um sistema monetário internacional padronizado, isto é, à luz do padrão ouro, que havia sido a referência mais recente para época. Para o autor, um sistema que exigisse a livre mobilidade de capitais e a conseqüente equalização das taxas de juros – isto é, um regime de câmbio fixo – levaria necessariamente à uma perda de autonomia nacional para manter o nível de investimento dentro de um quadro de pleno emprego. O autor argumenta que um padrão monetário internacional, no qual a livre mobilidade de capitais existe, facilita amplamente o empréstimo entre os países, por diminuir custos e os riscos. Entretanto, os fluxos de capitais são muito mais sensíveis a pequenas mudanças do que os fluxos de comércio no curto prazo, como aponta Keynes (1930):

This high degree of short-period mobility of international lending, combined with a low degree of short-period mobility of international trade, means [...] that even a small and temporary divergence in the local rate of interest from international rate may be dangerous. In this way adherence to an international standard tends to limit unduly the power of a central bank to deal with its own domestic situation so as to maintain internal stability and the optimum of employment (Keynes, 1930, p. 309).

Keynes (1930) também aponta algumas soluções para o aumento de autonomia para política econômica dentro deste sistema internacional padrão que, segundo Prates e Cintra (2007), podem ser resumidas no aumento das reservas de ouro (isto é, das reservas internacionais), na ampliação entre os gold points, que pode ser interpretada como uma maior flexibilidade cambial e nas intervenções do Banco Central no mercado a termo.

A redução de autonomia, para Tobin (1978), é independente da adoção de qualquer tipo de regime cambial. Isto é, ela não ocorre apenas com o uso do regime de câmbio fixo, como aponta Keynes (1930) e é ensinado na maioria dos livros texto de macroeconomia, mas também sob o regime de câmbio flexível. Tais manuais de macroeconomia tradicionalmente assumem que sob o regime de câmbio flexível, modelo que ficou conhecido como Mundell-Fleming, os governos nacionais têm pleno controle, através de suas políticas econômicas, sobre a oferta de moeda ou sobre a taxa de juros. Para Tobin (1978), entretanto, o debate sobre o regime da taxa de câmbio encobre o principal problema: o excessivo movimento de fluxos de capitais privados. Segundo o autor, sob qualquer um dos regimes cambiais, as economias nacionais não são capazes de se ajustar à **massivos movimentos de capitais** nos mercados de câmbio internacionais, **sem danos reais ou sacrifícios significativos dos objetivos de política econômica doméstica** para emprego, produção e inflação. Tobin (1978) aponta que:

Specifically, the mobility of financial capital limits viable difference among national interest rates and thus severely restricts the ability of central banks and governments to pursue monetary and fiscal policies appropriate to their internal economies. Likewise, speculation on exchange rates [...] have serious consequences and frequently painful real economic consequences. Domestic policies are relatively powerless to scape or offfset them. (Tobin, 1978, p.154).

O autor aponta os motivos para que a redução de autonomia para política econômica, em especial da política monetária, ocorra também sob o regime de câmbio flexível: em primeiro lugar, sob regime de taxas de câmbio flexíveis e livre mobilidade de capitais, a política monetária se transforma em política cambial. Assim, um estímulo monetário expansionista é limitado pela competição das taxas de juros nacionais, passando a depender da depreciação da taxa de câmbio e seus efeitos sobre a balança comercial, isto é, a mudança da demanda nacional e estrangeira para produtos e serviços nacionais. Entretanto, os efeitos da depreciação na balança comercial se tornam perversos no curtíssimo prazo, durante o qual uma maior depreciação ocorre devido aos movimentos especulativos. Assim, os preços dos produtos importados aumentam causando uma piora do saldo comercial e podendo causar uma aceleração da inflação, obrigando as autoridades a aumentar as taxas de juros.

Em segundo lugar, quando a balança comercial se torna um componente estratégico da demanda agregada, um estímulo monetário expansionista por parte de uma nação é o choque deflacionário de outra. É difícil conceber que isto será aceito passivamente entre os países, o que pode reduzir o uso das taxas de juros para fins de política monetária para estímulo da atividade econômica e de emprego dentro das fronteiras nacionais.

Em terceiro lugar, os governos não podem ser nem um pouco menos indiferentes aos valores de suas moedas no mercado de câmbio do que eram sob um regime de câmbio fixo. Ocorrem impactos macroeconômicos significativos, como nas indústrias domésticas, setores de exportação-importação, com os movimentos das taxas de câmbio reais, o que pode tornar a flutuação suja – isto é, intervenções no mercado cambial – um mecanismo de defesa contra choques cambiais.

Em quarto lugar, e finalmente, o mesmo modelo Mundell-Fleming que nos diz sobre a ineficiência da política fiscal ou de estímulos não-monetários sob o regime de câmbio flexível, também aponta que choques na balança comercial seriam absorvidos pelas taxas de câmbio sem ajustes nos preços e produção doméstica. Esse isolamento teórico do regime de taxa de câmbio flexível não é satisfeito caso a condição de Marshall-Lerner não seja satisfeita, ou se os governos (por vários motivos já listados) intervenham nas taxas de câmbio.

Portanto, para Tobin (1978) a livre movimentação de capitais através do mercado internacional cambial-financeiro reduz significativamente a **autonomia** dos governos nacionais sobre suas políticas econômicas e seus objetivos domésticos, uma vez que elas são desviadas para objetivos de estabilização dos efeitos oriundos de um sistema monetário-financeiro marcado pela livre flutuação das taxas de câmbio e pela livre mobilidade de capital.

Mais recentemente, De Conti, Prates e Plihon (2014), levando em conta assimetria do SMFI atual, apontam que as diferentes moedas emitidas pelos países que fazem parte deste sistema, possuem *status* e usos diferenciados, que geram padrões diferenciados nos fluxos de capitais que entram e saem desses países. Essa diferença nas posições das moedas, segundo os autores, está no centro das explicações no comportamento das taxas de câmbio e juros e, portanto, na condução da política econômica dos mesmos, principalmente dos países periféricos. Segundo os autores, as moedas possuem graus liquidez diferentes no âmbito internacional: moedas periféricas, apesar de serem líquidas nas fronteiras nacionais, não o são completamente no cenário internacional, o que se define como **liquidez de divisa**; já as moedas dos países centrais apresentam liquidez de divisa. Em momentos de estresse financeiro, os investidores praticam uma fuga para liquidez, retirando seus ativos denominados em moedas periféricas e levando-os para mercados com liquidez de divisas (moedas centrais), causando impactos sobre o nível da taxa de juros, câmbio e, conseqüentemente, na condução de políticas econômicas.

Segundo De Conti, Prates e Plihon (2014), essa volatilidade não só dos fluxos de capitais, mas também das expectativas dos investidores internacionais, se configuram na volatilidade das taxas de câmbio desses países. Os governos nacionais então possuem duas alternativas: deixar a taxa de câmbio flutuar livremente, que gera elevados custos, pois pode causar – entre outras coisas – a elevação da inflação; ou, os governos podem intervir nos mercados para evitar a livre flutuação, utilizando a taxa de juros. Os autores, então, concluem que os países periféricos apresentam uma limitação adicional no manejo de sua política econômica, pois as taxas de câmbio tendem a ser voláteis, tornando a política cambial mais necessária e mais complexa de ser colocada em prática. Além disso, porque a política econômica nacional em muitos desses países é calcada na luta contra essa volatilidade exacerbada, o que resulta na perda de autonomia da política econômica, sobretudo a monetária.

2.3 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A partir do que foi elaborado ao longo das seções deste capítulo, pode-se concluir que parece haver uma clara ligação entre a estrutura do SMFI atual e a autonomia dos países que dele fazem parte. A estruturação do sistema internacional em torno de uma moeda de topo – o dólar -, de moedas centrais que desempenham em algum grau suas funções internacionalmente e moedas periféricas, que não conseguem essa performance, causa a hierarquização do SMFI. Por consequência, criam-se assimetrias nas relações monetárias e econômicas entre os países que o constituem. Assim, os países que emitem moedas periféricas estão sujeitos ao ciclo de ativos dos países centrais e ao que De Conti, Prates e Plihon (2014), denominam de liquidez condicional. Isto afeta a autonomia, por dois lados, o primeiro ocorre quando se tem o momento de expansão do ciclo, quando a capacidade de acúmulo de reservas internacionais e de realizar empréstimos é aumentada para os países que emitem moedas periféricas, variáveis que segundo Cohen (2015) afetam a autonomia de um país. Por outro, no momento em que ocorre a reversão do ciclo internacional de liquidez, os capitais passam a praticar a fuga para qualidade, diminuindo as reservas dos países que emitem moedas e periféricas e fechando o mercado de capitais, o que reduz drasticamente a autonomia desses países. Portanto, são nos momentos de expansão que ocorre o aumento da autonomia desses países, validando a hipótese assumida neste trabalho de que a mesma é determinada exogenamente para os países que emitem moedas da periferia do SMFI.

Por outro lado, a revisão da literatura acerca de vulnerabilidade externa e autonomia para política econômica mostra que não existe uma fronteira bem definida que possibilite uma distinção categórica de onde se inicia o campo conceitual da vulnerabilidade externa em relação ao conceito de autonomia para política econômica. Ao longo das seções anteriores e desta seção podemos notar que a atual configuração do SMFI, com a liberalização das contas financeiras e a livre movimentação de capitais, parece estar no centro causador de tanto da perda de autonomia quanto do aumento da vulnerabilidade externa. Ribeiro (2016) afirma que um dos componentes da vulnerabilidade externa, a resiliência, está diretamente relacionada com as condições financeiras do país, dentre elas o nível de reservas internacionais. Ao mesmo tempo, Keynes (1930), apontava que uma das maneiras de aumentar a

autonomia num sistema monetário internacional padronizado e com livre mobilidade de capitais, era através, também, do acúmulo de reservas. Gonçalves *et al.* (2008) inclui a autonomia para política econômica dentro da vulnerabilidade externa conjuntural ao afirmar que esta depende positivamente daquela. Além disso, na mesma linha Baumann, Canuto e Gonçalves (2004), apontam que a vulnerabilidade externa estrutural depende, dentre outros fatores, da desregulação e liberalização da esfera monetária-financeira das relações internacionais do país, indo de encontro ao que defende Tobin (1978) como sendo o motivo causador da perda de autonomia para política econômica pelos países.

Portanto, podemos concluir, que não há na literatura uma distinção nítida e categórica do que é autonomia e do que é vulnerabilidade externa. Os dois conceitos, muitas vezes, se confundem e se entrelaçam, não permitindo uma resposta consensual para qual seria a relação causal: um aumento de autonomia para redução da vulnerabilidade ou uma queda na vulnerabilidade para um aumento de autonomia? Neste trabalho assumiremos que a relação aumento de autonomia para redução da vulnerabilidade seja *sine qua non*, dada a posição passiva mediante os ciclos econômicos e financeiros que os países emissores de moedas periféricas assumem no atual SMFI. Além disso, é importante ressaltar que a redução de um tipo de vulnerabilidade não significa a eliminação de todos os canais em que a mesma pode se manifestar, pois ela deriva justamente da posição das moedas na hierarquia do SMFI.

3 EVOLUÇÃO HISTÓRICA DA AUTONOMIA PARA POLÍTICA ECONÔMICA E DA VULNERABILIDADE EXTERNA NO PERÍODO 1994-2010

O objetivo deste capítulo é analisar a evolução histórica da autonomia para política econômica e da vulnerabilidade externa da economia brasileira dentro das perspectivas teóricas desenvolvidas no capítulo anterior. Para tal, se fará a divisão deste período em dois: 1994-1998 e 1999-2010. Esta divisão foi escolhida levando-se em conta dois eventos marco na história econômica brasileira: o Plano Real e a crise cambial de 1999. O período 1994-1998 é marcado pela implementação das âncoras do Plano Real, dentro de um regime de câmbio relativamente fixo e, também, pelo desenvolvimento de suas consequências que tem como epílogo o ataque especulativo de 1999 e a crise cambial oriunda deste ataque, resultando na troca do regime cambial para flutuante a partir de janeiro de 1999. Já o período 1999-2010 é caracterizado pela adoção de uma taxa de câmbio flutuante, pelo início de um novo ciclo de liquidez internacional e pela pior crise financeira desde 1929.

3.1 CONTRASTE ENTRE A CRISE DE 1999 E 2008 NO BRASIL

No período 1994-2010, dois acontecimentos externos tiveram impactos diferenciados na economia brasileira: a crise cambial de 1999 e a crise financeira de 2008. a primeira teve sua origem, dentro outros fatores, no efeito contágio da crise dos países emergentes e, como consequência, uma crise cambial que resultou no abandono do câmbio fixo e a adoção do câmbio flutuante; além disso, o Brasil precisou recorrer ao FMI para fechar as contas externas. No segundo episódio, a crise financeira de 2008, de muito maior intensidade e que se originou no mercado de títulos subprime nos E.U.A, se alastrou para o restante das economias avançadas; entretanto, o Brasil teve impactos relativamente minimizados e se recuperou rapidamente.

Observando mais minuciosamente o caso da crise financeira das economias emergentes na segunda metade da década de 1990, temos dois pontos chave: a crise das economias asiáticas (1997), que como aponta Canuto (2000), surpreendeu pela

sua profundidade e pelo seu efeito contágio, através da qual a crise, iniciada em um país, em breve tempo disseminou-se para toda a região, e a crise Russa (1998). Para Gambiagi e Averbug (2000), no caso asiático, embora as especificidades que cada país da região tinha, os motivos comuns para a crise são: em primeiro lugar, um crescimento elevado do investimento financiado pelo endividamento crescente de famílias, empresas e do país; em segundo lugar, uma elevada alavancagem dos bancos; e, finalmente, a ausência de uma regulação bancária apropriada. Cunha (2004), também aponta como causa da crise asiática o fato de as moedas locais estarem atreladas ao dólar e a apreciação do dólar em relação ao iene, que estimularam a tomada de empréstimo em divisas. Como resultado, se ampliou a exposição das empresas e instituições financeiras ao risco cambial. Ao mesmo tempo, segundo o autor, as rendas provenientes das exportações foram comprometidas pela queda nos preços de alguns produtos com participação na pauta da região, especialmente os eletrônicos. Dessa forma, a fragilização das contas externas (elevados déficits em conta corrente), contribuiu não somente para aprofundar a dependência dos influxos de capitais, como também alimentou o efeito contágio para países da região em situação parecida.

A economia Brasileira, entretanto, caminhava para um cenário diferente: seu déficit em conta corrente em termos de PIB era a metade da Tailândia e as privatizações trariam um influxo de capitais que se somariam aos crescentes investimentos diretos e de portfólio. Apesar disso, o governo entendia que o ajuste era necessário do lado das contas externas e das contas públicas, mas escolhe o caminho gradualista. É nesse contexto de melhora do cenário da economia brasileira no primeiro semestre de 1998, que dava razão ao otimismo inicial da política gradualista, que acontece o default da dívida russa – que ocorre em agosto – e a crise do Long-Term Capital Management (LTCM) – que ocorre em setembro –. Assim, os mercados de capitais se fecham totalmente para os países emergentes, ao contrário do que havia ocorrido no decorrer da crise asiática. Sem perspectiva de fechamento das contas externas, o governo brasileiro se vê sem saída e recorre à ajuda do FMI, que acaba minando a confiança dos investidores e o real sofre um ataque especulativo, que culminou na diminuição das reservas e na adoção da flutuação cambial em 1999 (GIAMBIAGI; AVERBUG, 2000).

Segundo Prates, Cunha e Lélis (2011), o efeito contágio da crise financeira de 2008 sobre os países emergentes, por sua vez, teve múltiplos canais de transmissão, com impactos sobre o câmbio e balanço de pagamentos. Dentre eles: a retração dos investimentos de portfólio em um cenário de aversão ao risco; a diminuição e, após a falência do banco Lehman Brothers, a interrupção dos créditos; a queda dos fluxos de investimento direto estrangeiro; a redução da demanda externa e dos preços das commodities exportadas; o aumento das remessas de lucro pelas filias de multinacionais e bancos estrangeiros; e, finalmente, a redução das transferências unilaterais de imigrantes. Segundo os autores, o impacto desses canais de transmissão, entretanto, não foi homogêneo entre as economias emergentes devido à um conjunto de características específicas de cada país como grau de abertura econômica e financeira, estrutura da pauta de exportação, regime cambial e monetário, o grau de **vulnerabilidade externa**, a situação das contas públicas, além da resposta através de política econômica. No caso Brasileiro, apesar do impacto na atividade econômica em 2009, com uma leve retração do PIB em 0,3%, não houve dano suficiente que levasse a uma crise cambial ou do balanço de pagamentos como a vivida no final da década de 1990.

O que poderia explicar essa diferença de comportamento da economia brasileira quando comparamos a crise de 1999 e a crise de 2008? A resposta parece estar, dentre outros fatores, na redução da vulnerabilidade externa que ocorreu no período entre as duas crises e esteve associada a um cenário internacional particularmente benéfico para os países emergentes, especialmente a partir de 2003.

3.2 UMA VISÃO GERAL DO PERÍODO 1994-1998: PLANO REAL E SUAS CONSEQUÊNCIAS

Após décadas de um mundo polarizado, os anos 1990 foram marcados pela difusão de medidas liberalizantes e de integração econômica entre os países, patrocinado por instituições que viam nessas medidas uma forma de aumento da eficiência econômica e de dar dinamismo às economias. É nessa mudança para um novo *status quo* econômico e político no mundo que o Brasil inicia um de seus programas de estabilização de maior êxito em seu objetivo: o Plano Real. Fernando Henrique Cardoso, acadêmico consagrado, desponta para o cenário político brasileiro.

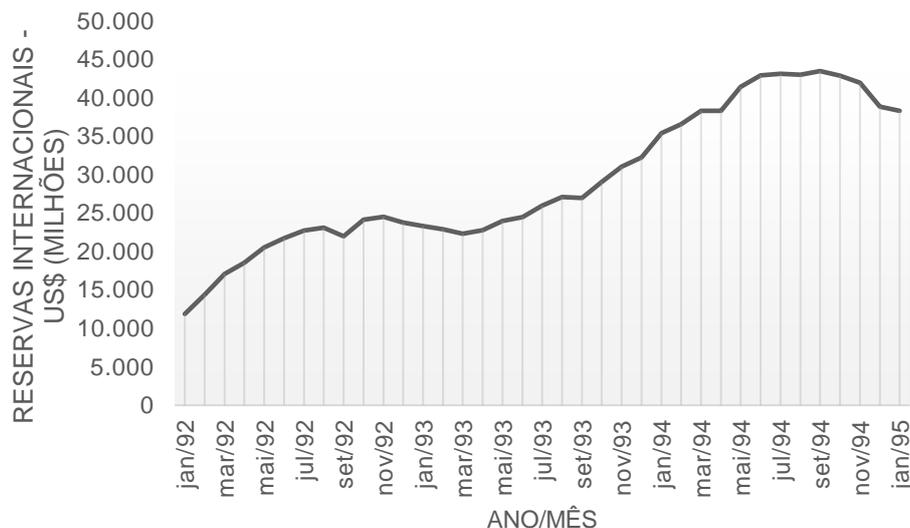
Apesar de assumir a presidência apenas em 1995, a importância política de FHC se mostra no mandato de Itamar Franco (1992-1994), no qual, como ministro da Fazenda, liderou a execução do Plano Real. Desta forma, nesta seção se buscará fazer uma revisão da história econômica do período, levando em conta suas relações com nosso foco de análise neste trabalho, qual seja: a autonomia para política econômica e a vulnerabilidade externa da economia.

A economia brasileira vinha sofrendo desde os anos 1980 com processos inflacionários alarmantes e com programas de estabilização econômica que fracassaram no seu objetivo de estabilização dos preços. Este não foi o caso do Plano Real, que foi concebido em 4 fases: a primeira, colocada em prática no final de 1993, tinha por objetivo a promoção de um ajuste fiscal que levasse as contas do governo ao equilíbrio, com objetivo de eliminar a principal causa da inflação; a segunda fase, iniciada em março de 1994, previa a criação de um padrão estável de valor, isto é, a desindexação da economia, através da Unidade Real de Valor (URV); a terceira, implementada em julho de 1994, consistia na concessão de poder liberatório à unidade de conta e nas regras de emissão e lastreamento da nova moeda (CASTRO, 2011); e, finalmente, após o processo de ajustamento das contas públicas, o estabelecimento de níveis satisfatórios de reservas em moedas centrais e desindexação de salários, preços e contratos, teve início a quarta fase do programa de estabilização, com as principais reformas do Plano Real, quais sejam: a liberalização comercial-financeira e as privatizações de empresas públicas, desmontando o aparato estatal do período do nacional-desenvolvimentismo (SALES, 2012).

O efeito anti-inflacionário promovido pela desindexação da economia foi reforçado pelo uso agressivo da taxa de câmbio e da liberalização comercial, através da liberação às importações. A partir do segundo semestre de 1994, permitiu-se uma forte valorização cambial (o câmbio era fixo no limite de R\$1/US\$1, mas permitia-se a flutuação abaixo deste teto) e acelerou-se a remoção das barreiras às importações. O uso destas políticas econômicas, isto é, da taxa de câmbio e a ampliação das importações só se tornou possível devido à disponibilidade de capitais no SMFI, uma vez que nos anos iniciais da década de 1990 houve um quadro de ampla liquidez para os países da América Latina. Desta forma, o banco central brasileiro foi capaz de acumular um estoque apreciável de reservas cambiais – mostrado no gráfico 1 – e

implementar a reforma monetária. Diante desse acúmulo de reservas e a expectativa de que o Brasil poderia continuar contando com o mercado internacional de capitais, permitiu-se ao governo subordinar a política cambial e a política de comércio exterior ao objetivo de redução da inflação no segundo semestre de 1994. (BATISTA JR., 1999)

Gráfico 1 - Reservas Internacionais totais para o Brasil entre janeiro/92 e janeiro/95



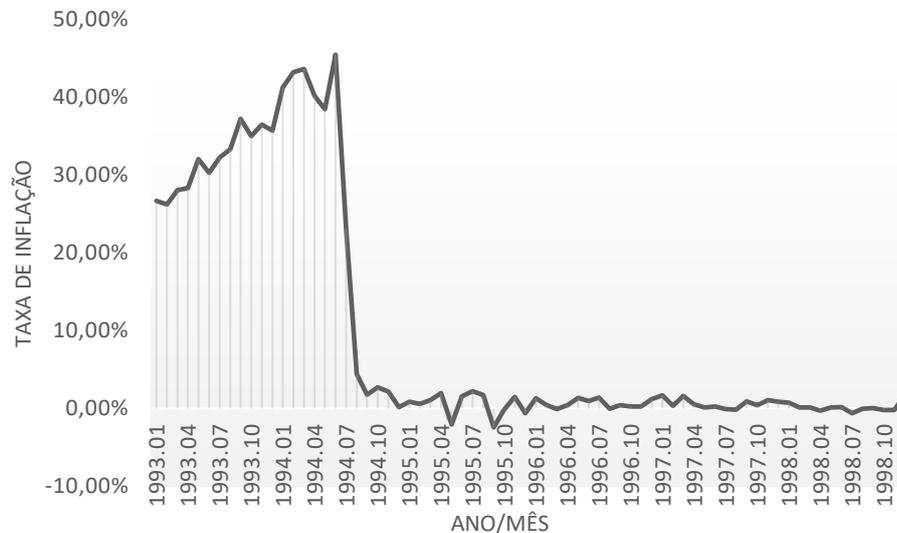
Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados do Banco Central do Brasil (2019).

A partir de setembro de 1994, o câmbio nominal tornou-se fixo em R\$/US\$1, mas permitindo a sua flutuação abaixo desta paridade, o que manteve o real desvalorizado em relação à moeda central do sistema, o dólar, dentro do objetivo de estímulo às importações para a convergência dos preços nacionais e internacionais. O nível de reservas e as condições internacionais favoráveis no período, permitia a percepção por parte dos agentes econômicos de que ataques especulativos seriam desestimulados, estabilizando a taxa de câmbio e permitindo o aumento do investimento privado. Nos momentos iniciais do Plano Real, como vimos, o real se manteve mais valorizado do que o dólar; entretanto, a partir de 1995, mesmo com o câmbio fixo, o governo optou por uma sequência de minidesvalorizações, levando o câmbio de R\$/US\$0,84 para R\$/US\$1,2 no período 1994-1998. Isto permitiu, mesmo que timidamente, uma melhora da balança comercial (SALES, 2012, p.27).

Outros três elementos foram utilizados para a estabilização dos preços através do Plano Real. O primeiro foi o aprofundamento da liberalização comercial, já iniciada no governo Collor, com redução de barreiras tarifárias e não tarifárias; juntamente com a valorização cambial, a abertura comercial favoreceu as importações, acelerando a ancoragem dos preços, uma vez que se supunha que a abertura comercial estimularia a competição entre produtores nacionais e internacionais, forçando a queda dos preços. O segundo elemento foi o aprofundamento da liberalização financeira, iniciada com o Plano Brady³, representando um elemento chave para a sedimentação do Plano Real, uma vez que serviria para atrair recursos externos e financiar o déficit da conta corrente da balança de pagamentos brasileira (SALES, 2012). Finalmente, o último elemento se deu através das privatizações das empresas públicas, que nos moldes do programa de estabilização, se justificaria ao possibilitar equacionar os problemas financeiros do setor público e, ao mesmo tempo, permitir a entrada de moeda de liquidez internacional, contrapesando os desequilíbrios externos da conta corrente da balança de pagamentos (BATISTA JR., 1996). Não há como negar que, de fato, o Plano Real teve êxito em seu principal objetivo de redução dos níveis inflacionários. Como podemos observar pelo gráfico 2, que nos mostra o IGP-DI, os níveis de inflação passaram de mais de 40% a.m. em meados de 1994 para uma inflação de 1% a.m. no fim de 1998.

³ A maior autonomia, ocasionada pelo aumento das reservas, se manifestou em outro momento importante do período que foi a negociação do Plano Brady. Este plano previa a reestruturação da dívida externa dos países em desenvolvimento, incluindo o Brasil, através de duas opções: receber novos empréstimos ou o abatimento da dívida, que seria securitizada pela emissão de títulos Brady (títulos do tesouro americano). Os bradies eram títulos emitidos lastreados em títulos do tesouro americano e comprados com os recursos emprestados pelo FMI; entretanto, para isso, os países deveriam adotar metas propostas pelo Fundo Monetário Internacional que envolviam inflação, crescimento do produto nacional bruto, privatizações, etc. Com o Plano Real em implementação, investidores e o próprio FMI estavam céticos sobre o sucesso do mesmo – dado o histórico de planos de estabilização que fracassaram anteriormente –, negativando a negociação sob o argumento de que “*they [brazilian policy makers] would need to show more of a track record on fiscal policy and inflation control*” (BOUGHTON, 2012, p. 424). Diante da negativa do FMI, que era requisito para emissão dos títulos pelo governo americano, o banco central brasileiro começou a silenciosamente comprar títulos americanos no mercado secundário para lastrear os títulos bradies, utilizando suas próprias reservas. Assim, em 1994, os bancos credores aceitaram em abdicar do aval do FMI e prosseguir com o acordo do Plano Brady, representando uma vitória do governo brasileiro (BOUGHTON, 2012, p. 425).

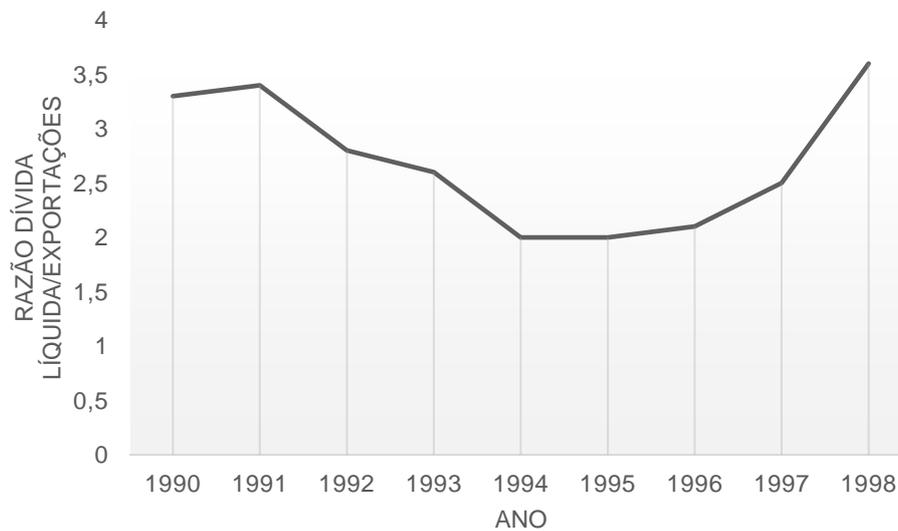
Gráfico 2 - Inflação Mensal para o Brasil entre jan/1993 e dez/1998 (IGP-DI)



Fonte: Elaboração do próprio autor com base nos dados do IpeaData (2019)

Apesar do êxito obtido no combate à inflação, a economia sofreu consequências fortes oriundas das âncoras adotadas no modelo de estabilização dos preços, configurados principalmente pela deterioração das contas externas e pelo desequilíbrio fiscal. O incentivo às importações, que cresceram entre 1995 e 1997 a uma taxa de 21,8% a.a. – ocasionadas pela abertura comercial e pela valorização cambial do período –, e o ritmo lento das exportações, que cresceram no mesmo período a uma taxa de 6,8% a.a., levaram a uma rápida deterioração da balança comercial (FERRARI FILHO; SILVA; SCHATZMANN, 2011; GIAMBIAGI, 2011). A piora da conta corrente, associada ao comportamento deficitário da balança comercial, foi financiada pelo endividamento externo e com a entrada de capitais na forma de Investimento Direto Estrangeiro (IDE), o que implicava um pagamento crescente com o serviço da dívida (juros, lucros e dividendos), praticamente dobrando o déficit em serviços e rendas no primeiro mandato de FHC. O aumento das importações associado à maior despesa com o passivo externo elevou o déficit em conta corrente de US\$2 bilhões em 1994 para mais de US\$30 bilhões em 1997. Além disso, a razão dívida externa líquida/exportações, apresentada no gráfico 3, que havia atingido um mínimo em meados dos anos 1990 voltou a aumentar, se agravando em 1998, com a crise internacional que reduziu as exportações brasileiras naquele ano (GIAMBIAGI, 2011).

Gráfico 3 - Dívida Líquida/Exportações para o Brasil entre 1990-1998



Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados do Banco Central do Brasil (2019).

Outro desequilíbrio do período analisado foi representado pelas contas públicas. Apesar do debate na época sobre a responsabilidade relativa dos juros *vis-à-vis* das demais contas na piora fiscal depois de 1994, ao considerar-se os juros reais, fica claro a grande responsabilidade da política fiscal expansionista. O país passa de uma posição de relativo equilíbrio fiscal em 1993 e 1994 para uma trajetória de desequilíbrio configurada por déficits operacionais crescentes até 1998. Cerca de $\frac{3}{4}$ da piora do resultado operacional das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) foram causadas pela deterioração do resultado primário enquanto apenas $\frac{1}{4}$ foi causada pelos juros reais. (CARNEIRO, 2002; GIAMBIAGI, 2011).

Além disso, a política monetária também acarretou em desequilíbrios macroeconômicos, uma vez que a opção por financiar o déficit externo do BP fez com que o Banco Central elevasse a taxa de juros como forma de atrair capital externo. O Brasil passa, então, a ter a maior taxa de juros do mundo, aumentando os encargos financeiros do déficit público. Desta maneira, a estratégia de captação de recursos externos para financiar o déficit em BP criou um ciclo retroalimentável: o ajuste recessivo, somado à política monetária contracionista pressionavam as contas públicas. Com o aumento dos passivos internos e externos, cobrava-se um preço

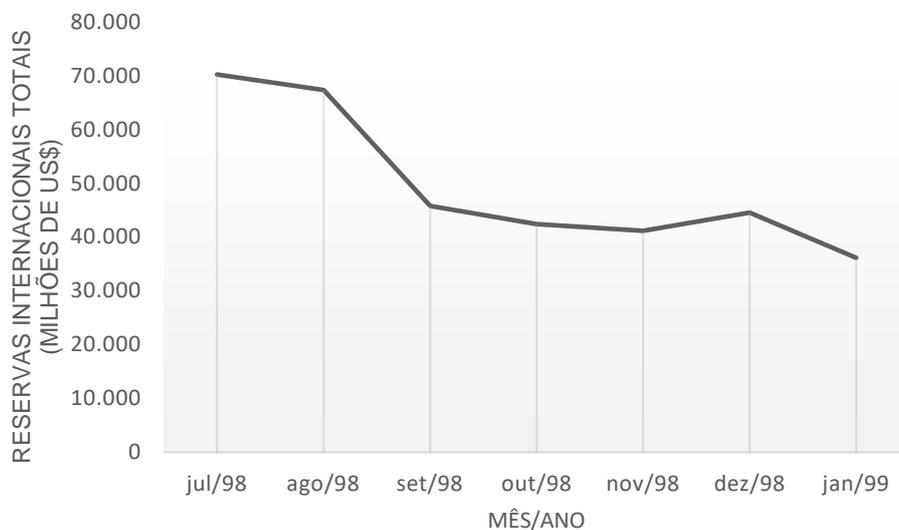
maior pelos empréstimos ao país; estes novos empréstimos, então, voltam a pressionar as contas públicas levando a necessidade de aprofundamento do ajuste fiscal e da manutenção da taxa de juros em níveis elevados (SALES, 2012).

A política econômica para manutenção das âncoras do Plano Real, isto é, do déficit em conta corrente associado e taxas de juros reais elevadas poderia ser sustentada enquanto houvesse espaço para o endividamento, tanto interno quanto externo (em outras palavras, enquanto houvesse uma **conjuntura de liquidez condicional**). Entretanto, este cenário começa a mudar com as crises que afetaram os mercados internacionais no primeiro governo FHC, que entre o final de 1994 e 1998, provocaram uma fuga para liquidez. A primeira delas foi a crise mexicana que iniciou no final de 1994 e afetou fortemente as demais economias emergentes no primeiro semestre de 1995. A segunda crise que irrompeu no período foi a das economias asiáticas em 1997, que se originou na Tailândia e se alastrou rapidamente para Coreia do Sul, Indonésia e Malásia. Por fim, a crise russa em 1998 (GAMBIAGI, 2011). Progressivamente, os mercados internacionais foram se estreitando e praticamente se fecharam no decorrer do segundo semestre de 1998, quando o resto do mundo deixou de financiar o Brasil. Desde a crise dos países asiáticos haviam vários sinais de que o governo brasileiro deveria mudar o rumo de sua política econômica, corrigindo as duas grandes fontes de desequilíbrio macroeconômicos representadas pelas contas públicas e pelo setor externo. Todavia, o caminho escolhido foi o do gradualismo, fazendo com que os ajustes ficassem muito abaixo do que era necessário, principalmente no contexto da eclosão da crise russa no segundo semestre de 1998 (AVERBUG; GAMBIAGI, 2000).

Esse cenário levou a uma crescente desconfiança com relação à manutenção da ancora cambial, o que resultou em ataques especulativos à moeda brasileira e, por consequência, em uma pressão pela desvalorização cambial. Entretanto, o ano de 1998 era um ano eleitoral, na medida em que, como a estabilidade cambial e a valorização do real frente ao dólar eram as cartas na manga do governo para a campanha eleitoral, não havia espaço para a desvalorização antes das eleições. Esta combinação entre ataques especulativos e manutenção da política econômica resultou numa diminuição rigorosa das reservas internacionais do Banco Central – como mostrado no gráfico 4 –, além de um agravamento nas contas públicas. Entretanto, no mesmo ano foram assinados dois acordos com o FMI, que estava

preocupado com a possibilidade de um *default* por parte do governo brasileiro o que causaria prejuízo aos bancos credores localizados no centro do SMFI. Nestes acordos se estabeleceram um empréstimo emergencial de U\$20 bilhões e, caso necessário, saques que somariam um máximo de U\$12 bilhões, proporcionando, assim, uma liquidez de segurança que permitiu certo fôlego para a manutenção da âncora cambial por mais um curto período de tempo (SALES, 2012).

Gráfico 4 – Reservas Internacionais totais para o Brasil no período jul/98-jan/99 (US\$ - Milhões)



Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados do Banco Central do Brasil (2019).

Vencida as eleições, FHC e sua equipe estavam diante de um cenário completamente diferente de quando assumiram em 1995. A queda das reservas internacionais e o fechamento dos mercados internacionais de capitais, não permitiam ao governo dispor da autonomia anterior para manter a política econômica que se iniciou com o Plano Real, quais sejam, déficits em conta corrente e elevadas taxas de juros reais. Além disso, a vulnerabilidade criada a partir das âncoras do Plano Real se manifestaram através dos ataques especulativos contra o Real, o que forçou o governo, então, pela adoção do regime de câmbio flutuante, causando a desvalorização do Real frente ao Dólar em janeiro de 1999.

3.3 UMA VISÃO GERAL DO PERÍODO 1999-2010: TRANSIÇÃO GOVERNAMENTAL, NOVO CICLO DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL E CRISE FINANCEIRA

Com o esgotamento das fontes de financiamentos dos déficits externos sistemáticos e o fim da confiança por parte dos agentes econômicos na manutenção da política econômica que vinha em curso desde 1994, o governo não teve outra saída que não a mudança do regime cambial, permitindo assim a livre flutuação da taxa de câmbio em janeiro de 1999 e a adoção do sistema de metas de inflação. Assim, terminava-se o modelo de estabilização monetária até então adotado (FERRARI FILHO; SILVA; SCHATZMANN, 2011).

A desvalorização cambial que levou a taxa de câmbio nominal de cerca de R\$\$/US\$1,20 em dezembro de 1998 para R\$\$/US\$2,06 em março de 1999, trazia a preocupação de um processo inflacionário como o que havia ocorrido na crise do México alguns anos antes. Além disso, o abandono da âncora cambial e a desvalorização cambial, fizeram com que a dívida pública aumentasse devido ao aprofundamento da utilização dos títulos pós-fixados e indexados ao câmbio nos meses que antecederam a desvalorização cambial. Como consequência, as condições de financiamento do governo brasileiro diminuíram, limitando a autonomia política deste em relação aos credores internacionais, que passaram a pautá-la exogenamente, com o objetivo de garantir o pagamento dos títulos comprados (SALES, 2012). É neste contexto que Armínio Fraga, figura conhecida no mercado financeiro internacional, onde trabalhou em Nova Iorque, assume como presidente do Banco Central, implementando duas medidas: o aumento da taxa básica de juros e o sistema de metas de inflação, esta última vista como uma troca de âncora, dado o a eliminação da âncora cambial (GIAMBIAGI, 2011).

Se no período 1994-1998 a manutenção das elevadas taxas de juros estava atrelada a atração de capitais externos para o financiamento do balanço de pagamentos e, por conseguinte, para a manutenção do câmbio fixo, no período após 1999, as elevadas taxas de juros estiveram atreladas ao sistema de metas de inflação. Isto permitia ao governo um maior controle sobre os preços, a estabilização da taxa de câmbio e, também, controle do consumo interno (SALES, 2012). Apesar da

preocupação inicial com a inflação após a mudança do regime cambial, o efeito de *overshooting* da taxa de câmbio acabou não se refletindo em um elevado *passthrough*, resultando em uma inflação de 8,94% em 1999, abaixo dos esperados dois dígitos. Além disso, houve redução do déficit na balança comercial – que no ano de 1998 era de cerca de US\$6,5 bilhões – tanto em 1999 quanto no ano 2000, que ficaram em torno de US\$1,2 bilhão e US\$0,7 bilhão, respectivamente. Nos anos seguintes, 2001 e 2002, a economia brasileira apresentou um baixo desempenho, ocasionado por uma combinação de fatores internos e externos: crise energética brasileira; crise cambial argentina, que ocasionou um efeito contágio; os atentados às torres gêmeas nos EUA e, também, a turbulência das crises das bolsas de Wall Street e Nasdaq. Este cenário criou um contexto de aversão ao risco para os capitais e, como os títulos brasileiros eram considerados de risco, criou-se uma crise conjuntural-cambial, afetando assim o desempenho da economia em 2002 (FERRARI FILHO; SILVA; SCHATZMANN, 2011).

Segundo Sales (2012), apesar da mudança da política econômica configurada na desvalorização cambial ter melhorado a balança comercial a partir de 1999, não houve uma alteração significativa na vulnerabilidade externa da economia brasileira no período 1999-2002, uma vez que as contas externas do governo continuavam a ser deficitárias, ou seja, ainda havia a necessidade de atração de capitais externos para o fechamento do BP. Ainda segundo Mendonça e Silva (2008), a estrutura da dívida pública brasileira, indexada principalmente a juros pós fixados e ao câmbio, estava exposta a movimentos abruptos dos capitais, que como aponta De Conti, Prates e Plihon (2014), volatizam a taxa de câmbio e os juros. Assim, qualquer movimento na taxa de câmbio ou nos juros, afetaria a dívida pública com impacto sobre a política fiscal, sendo exatamente o observado nos anos de 2001 e 2002, quando ataques especulativos contra o real fizeram com que o governo aumentasse os juros, impactando diretamente seus haveres financeiros e sua política fiscal.

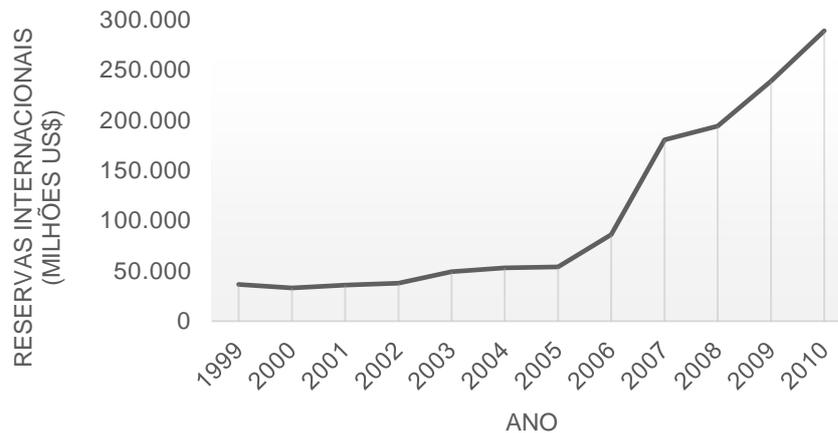
Ainda em 2002, Luiz Inácio Lula SILVA (PT) se elege presidente da república numa expressiva votação. Lula vence a disputa presidencial contra José Serra (PSDB), conquistando 63% dos votos, tornando-se o primeiro presidente da história do Brasil dentro da corrente política da esquerda. Segundo Giambiagi (2011), as incertezas com relação a eleição de Lula por parte do mercado foram perceptíveis na elevação do risco-país, medido pelo C Bonds, que passou de 700 pontos em março

de 2002 para mais de 2000 pontos em outubro. Além disso, a taxa de câmbio depreciou fortemente, passando de R\$/US\$2,32 em março daquele ano para R\$/US\$3,89 no final de setembro. Por fim, as expectativas inflacionárias cresceram fortemente. Para reverter este quadro de tensão, uma das primeiras medidas tomada por Lula e sua equipe, ainda no período de campanha eleitoral, foi a “Carta ao Povo Brasileiro”, em que se comprometeu em prosseguir com as políticas econômicas de combate à inflação e de respeito aos contratos firmados. Além disso, segundo o autor, após as eleições Lula montou uma equipe conhecida pelo mercado, indicando Antônio Palocci para ministro da Fazenda e o conhecido banqueiro Henrique Meirelles para presidência do Banco Central. Somando-se a isso, as medidas de política econômica baseadas em duas novas rodadas de aumento de juros, até 26,5%a.a. e o bom desempenho da balança comercial a partir do primeiro trimestre de 2003, fizeram com que o câmbio recuasse para R\$/U\$3,00 e o risco-país para menos de 800 pontos, diminuindo a tensão dos agentes econômicos com a eleição presidencial. De maneira geral, a política econômica seguida por Lula entre 2003-2010 manteve e aprofundou os pilares do governo anterior, ao seguir com a obtenção de superávits primários, a manutenção de uma taxa de câmbio flutuante e o regime de metas de inflação; além disso, deu continuidade ao aprofundamento da abertura comercial e financeira iniciada nos anos 1990.

Apesar da manutenção dos pilares de política econômica do governo anterior, como aponta Sales (2012), houve mudanças importantes que abriram espaço para redução da vulnerabilidade externa da economia brasileira e a retomada da autonomia nas decisões do país. A partir de 2003, a inserção externa da economia brasileira passa a sofrer mudanças, caracterizadas principalmente pelo resultado superavitário das transações correntes, ancorado nos superávits comerciais crescentes a partir de 2001 (PRATES, 2005b). Esse desempenho superavitário da balança comercial está associado ao aumento das exportações que, a partir de 2001, superaram as importações e permaneceram nessa condição até 2010. Não obstante o sucesso da balança comercial no período, é importante apontar que ele não se deveu somente ao quantum exportado, mas em grande parte ao aumento dos preços das commodities exportadas pelo país, impulsionados pela demanda chinesa. Somando-se a este desempenho da balança comercial a continuidade da entrada expressiva de capitais

na forma de investimento estrangeiro, permitiu-se uma significativa acumulação de reservas internacionais, como pode-se observar no gráfico 5. (GIAMBIAGI, 2011).

Gráfico 5 – Reservas internacionais totais para o Brasil no período 1999-2010 (Milhões US\$)

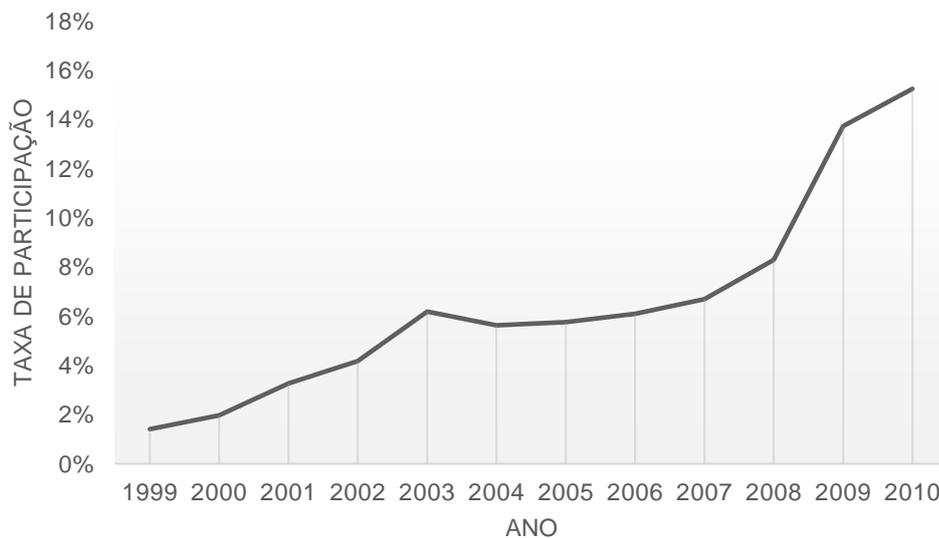


Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados do Banco Central do Brasil (2019).

Segundo Sales (2012), existem vários fatores que explicam o sucesso comercial a partir de 2003, que de maneira sintética podem ser separados em dois grandes grupos: o primeiro relacionado ao cenário internacional favorável às exportações brasileiras; o segundo, por sua vez, relacionado às decisões estratégicas de conquistar novos mercados e estreitar relações com o Mercosul, com países não tradicionais da política externa e com países emergentes. Dentro deste contexto, como aponta Giambiagi (2011), pode-se ressaltar o efeito da ascensão chinesa, que por ter elevadas taxas de crescimento no período, um peso crescente na economia e na demanda mundial e ser um forte demandante dos produtos exportados pelo Brasil, fez com que os efeitos do dinamismo da sua própria economia tivessem efeitos cada vez maiores na economia brasileira. Ainda segundo o autor, as elevadas taxas de crescimento dos países asiáticos a partir de 2003, com destaque para a China, impulsionaram a demanda por minério de ferro e, ao mesmo tempo, a ascensão de centenas de milhões de pessoas ao mercado consumidor desses países, em particular Índia e China, permitiu a expansão dos horizontes para muitos produtos básicos exportados pelo Brasil, como a soja, papel e celulose, carnes etc. O gráfico 6 mostra a evolução da participação das exportações para a China em relação ao total

exportado em cada ano, ao longo de 1999-2010, observando-se o aumento vertiginoso da importância chinesa para as exportações brasileiras.

Gráfico 6 - Participação das exportações para China em relação às exportações totais entre 1999 e 2010



Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados do Banco Central do Brasil (2019).

Outra mudança importante no período foi a alteração do padrão de endividamento do governo. Principalmente entre 1994 e 2002, o endividamento foi baseado em títulos indexados ao câmbio e juros pós-fixados, o que ocasionava crises fiscais a partir de crises cambiais, inviabilizando gastos do governo (SALES, 2012). Buscando uma melhor administração da dívida pública, em um contexto internacional que permitia esta estratégia, o Tesouro Nacional aumentou gradualmente a participação de títulos pré-fixados e indexados ao índice de preços, além da redução percentual dos títulos indexados à taxa de câmbio a partir do final de 2002; Ademais, buscou-se uma redução da indexação de títulos à taxa Selic (MENDONÇA; SILVA, 2008).

Neste período 1999-2010, o biênio 2008-09 deixou marcas profundas na história mundial, ao ser o período da maior crise financeira desde a Grande Depressão de 1929. A crise financeira de 2008 teve seu epicentro nos Estados Unidos, mais especificamente no mercado de hipotecas subprime e se alastrou para as demais

economias avançadas, principalmente europeias. Apesar de ter afetado o Brasil, causando uma recessão por dois trimestres, acabou por mudar a percepção de que a economia brasileira era vulnerável a crises externas. Isto se deveu aos seguintes motivos: primeiro, ao contrário de crises anteriores, não houve a ocorrência de uma crise séria no BP e nem forte alta da inflação; por segundo, apesar da queda do PIB em 0,3% no ano de 2009 (que foi baixa comparada aos países avançados e outros emergentes), não houve queda nos níveis de consumo e emprego; por terceiro, neste contexto, as conquistas anteriores de estabilização foram mais valorizadas, relacionadas a construção de uma economia mais estável e aumento das reservas internacionais; o quarto motivo se encontra no fato de que o sistema financeiro brasileiro não foi afetado, em grande parte pelas regras prudenciais que o Banco Central brasileiro construiu ao longo das décadas anteriores; por quinto, a mudança na postura do FMI ao aceitar indicadores de déficits e dívida pública maiores no contexto da crise; e, finalmente, o sexto motivo se deveu ao esgotamento do G8 e ascensão das economias emergentes como dinamizadoras do crescimento no período (GIAMBIAGI, 2011). O símbolo desta mudança de percepção com relação a economia brasileira pode ser apontado no aumento do grau de investimento pelas agências de *rating*, sendo a primeira delas em 2008 (ano do agravamento da crise internacional) pela *Fitch* e *Standard & Poor's*, seguida da *Moody's* em 2009.

3.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A partir da revisão histórica do período realizada neste capítulo pode-se concluir que os ciclos de ativos, como apontam De Conti, Prates e Plihon (2014), aparecem em dois momentos determinantes para a autonomia para política econômica do governo brasileiro:

- a) num primeiro momento, no início da década de 90 e até seus meados, observa-se um aumento dos fluxos de capitais para os países emergentes, o que possibilita ao Brasil o acúmulo de reservas internacionais e o acesso ao mercado de capitais internacional. Esse cenário de liquidez condicional, permite ao governo dispor da autonomia necessária para a manutenção do seu objetivo naquele momento, qual seja, a estabilização de preços através

de um modelo que tinha como âncoras o déficit em conta corrente e os juros elevados. Entretanto, essa autonomia começa a se dismantelar com a crise dos países emergentes, que tem seu ápice no *default* da dívida russa em 1998. Este cenário fecha o mercado de capitais para o Brasil, que sofre ataques especulativos, reduzindo suas reservas internacionais. Como consequência, o governo tem sua autonomia reduzida e se vê obrigado a abandonar a âncora cambial e adotar o regime de câmbio flutuante, pondo fim ao modelo de estabilização adotado até então.

- b) num segundo momento, principalmente a partir de 2003, se inicia um novo ciclo de liquidez, que permite ao governo acumular novamente reservas internacionais e o acesso ao mercado de capital internacional. Esta maior autonomia, entretanto, se reflete na busca por uma melhor gestão dívida pública e na diversificação ativa dos parceiros comerciais.

Além disso, pode-se concluir que há uma piora da vulnerabilidade externa entre 1994 e 1998, quando o governo utiliza da maior autonomia para o objetivo de estabilização de preços. O Plano Real, apesar de bem-sucedido no combate à inflação, levou a uma deterioração das contas externas e, além disso, a gestão da dívida pública com a concentração da indexação dos títulos públicos em taxa de câmbio e juros pós fixados, expõe a capacidade de política fiscal a choques na taxa de câmbio e nos movimentos da taxa de juros. Por outro lado, no período 1999-2010, pode-se observar uma queda da vulnerabilidade externa, dentre outros, por fatores que escapavam ao controle do governo, como o cenário externo positivo, que faz com que a situação das contas externas melhore significativamente pelo aumento da renda oriunda da exportação. Entretanto, há também políticas ativas por parte do governo, como a melhora da gestão da dívida pública, que diminui a exposição da política fiscal à armadilha câmbio-juros e, também, pela diversificação dos parceiros comerciais.

4 EVOLUÇÃO DAS CONTAS EXTERNAS, DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL E INDICADORES DE LIQUIDEZ E SOLVÊNCIA

O objetivo deste capítulo é analisar a evolução das contas externas e da gestão da dívida pública para os períodos 1994-1998 e 1999-2010. Isto possibilitará entender como os momentos de menor/maior autonomia para política econômica permitiram a o aumento/redução de determinadas vulnerabilidades. Por outro lado, analisar-se-á, também, os indicadores de liquidez e solvência para o período 1994-2010, a fim de constatar-se qual foi a tendência da vulnerabilidade capitada por esses indicadores.

4.1 O PERÍODO 1994-1998

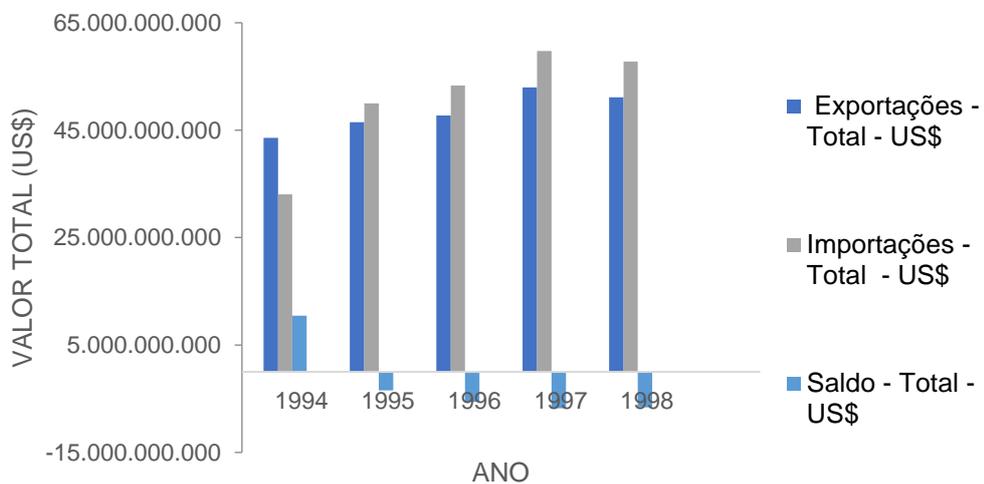
Como vimos anteriormente, o período entre 1994 e dezembro de 1998 é caracterizado pela manutenção de um regime cambial relativamente fixo, pelo uso de elevadas taxas de juros reais, bem como, por reformas liberalizantes nas relações comerciais e financeiras com o exterior. A partir da próxima seção este trabalho terá por objetivo analisar com maior atenção a evolução das contas externas no período – considerando, sobre ela, os impactos da política econômica associada às ancoras do modelo de estabilização do Plano Real – e a gestão da dívida mobiliária federal.

4.1.1 A evolução do setor externo para o período 1994 – 1998

Como podemos observar pelo gráfico 7, a partir de 1995 os efeitos da utilização de um regime cambial fixo e da manutenção de elevadas taxas de juros, que tiveram como consequência a apreciação cambial do Real frente ao Dólar, fizeram com que as importações superassem as exportações. Como consequência, a economia brasileira apresentou déficits sistemáticos na balança comercial. Do lado das importações, houve um crescimento de 50% entre 1994 e 1995, passando de cerca de U\$33 bilhões para quase U\$50 bilhões. Em 1996 as importações tiveram leve crescimento, apresentando novo crescimento significativo em 1997, quando atingiram o valor mais elevado do período, qual seja, U\$59.747 bilhões. O ano de 1998

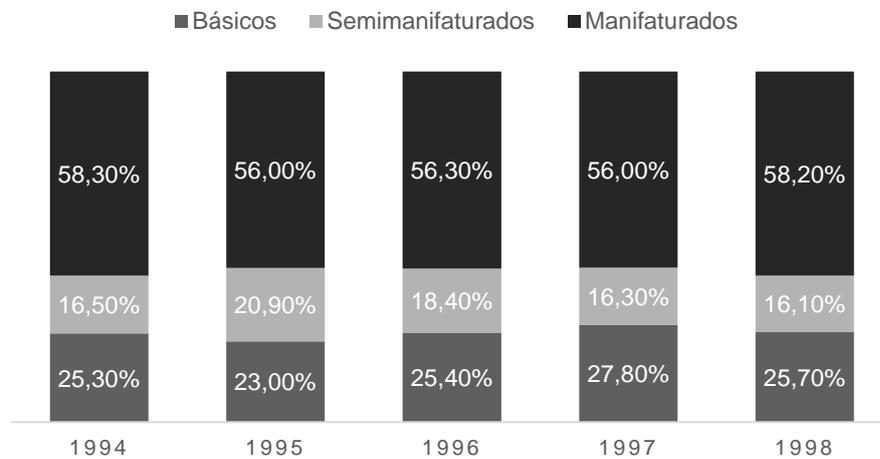
apresentou leve queda das importações. Já do lado das exportações, os efeitos da política cambial e da situação da economia mundial sobre seu desempenho é observável, uma vez que entre 1994 e 1997, as exportações brasileiras mostraram um crescimento médio de 5% ao ano. Este comportamento está ligado aos efeitos das minidesvalorizações do câmbio postas em prática pelo governo, exatamente com o objetivo de melhorar a balança comercial. Já em 1998, as exportações apresentaram um declínio de 4%, em partes afetadas pelo cenário internacional conturbado naquele ano (SALES, 2012).

Gráfico 7 - Balança Comercial para o período 1994-1998 (US\$)



Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados do Banco Central do Brasil (2019).

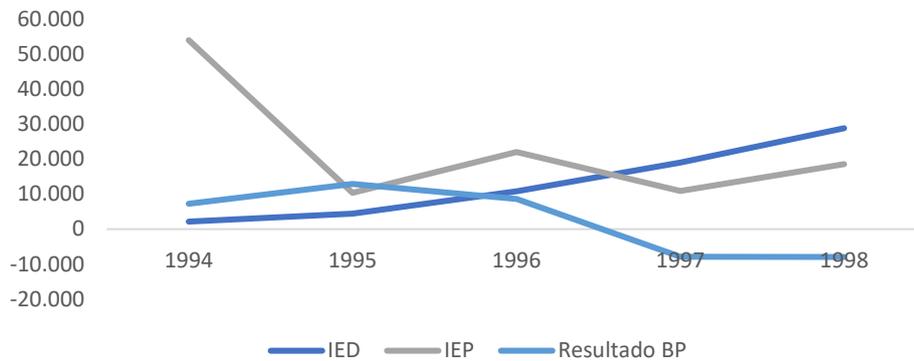
Analisando mais minuciosamente as exportações brasileiras, mais especificamente a pauta de exportação para o período, como mostrado no gráfico 8, podemos observar que a maior participação percentual está nos produtos manufaturados, apresentando um mínimo de 56% em 1995/1996 e um máximo de 58,3% em 1994. Em seguida, os produtos com segundo maior peso na pauta de exportação estão os básicos, que apresentaram um leve aumento relativo da participação na pauta de exportação entre os anos de 1995 e 1997, mas com uma leve queda no ano 1998 – que apresentava um cenário internacional conturbado com a eclosão da crise russa. De modo geral, é perceptível uma estabilidade para o período, com a liderança dos produtos manufaturados.

Gráfico 8 - Exportações por fator agregado para o período 1994-1998

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados do Banco Central do Brasil (2019).

O saldo acumulado do déficit da balança comercial entre 1995 e 1998 foi de U\$22,4 bilhões e adicionando-se a este déficit, os pagamentos de juros e aumento das remessas de lucros e dividendos, a economia brasileira passou a apresentar déficits significativos e sistemáticos no balanço de pagamentos. Entre 1994 e 1998, os déficits passaram a ser financiados, então, pelo ingresso de capitais externos, tanto em forma de investimento direto quanto de portfólio, como mostrado no gráfico 9, estes atraídos pelo grande diferencial da taxa de juros interna, uma das âncoras da política de estabilização do Plano Real (SARTI; LAPLANE, 1997; FERRARI FILHO; SILVA; SCHATZMANN, 2011). Apesar de um importante papel no financiamento dos déficits em BP, a entrada de capitais em forma de investimento direto no período está relacionada às reformas liberalizantes associadas ao Plano Real, principalmente através das privatizações, não gerando um aumento da capacidade produtiva, mas sim a transferência de titularidade de empresas de residentes para não residentes (GONÇALVES, 2005). Por sua vez, os capitais de portfólio representam um aumento da vulnerabilidade externa da economia, uma vez que tais capitais estão associados a uma maior volatilidade e são os primeiros a praticar a fuga para qualidade em momentos de estresse financeiro internacional.

Gráfico 9 - Investimento Direto Estrangeiro (IDE), Investimento Estrangeiro em Portfólio (IEP) e Resultado do Balanço de Pagamentos (BP) entre 1994 e 1998 para o Brasil (US\$ – Milhões)

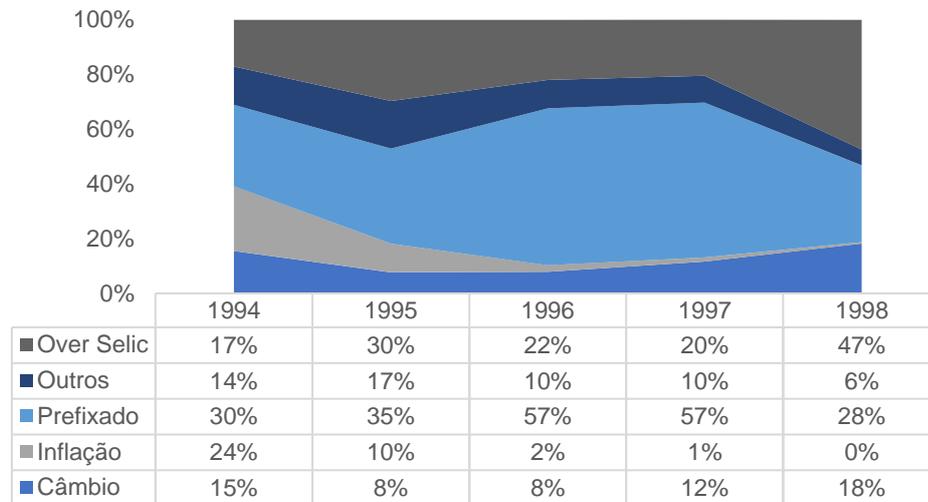


Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados do Banco Central do Brasil (2019).

4.1.2 Composição da dívida mobiliária federal para o período 1994-1998

O gráfico 10 apresenta a gestão da dívida mobiliária federal (DMF)⁴ entre os anos de 1994 e 1998. Em 1994, a gestão da dívida era muito mais diversificada, com a maior participação de títulos indexados a juros prefixados (30%), seguido pela inflação (24%), por juros pós-fixados (17%) e pela taxa de câmbio (15%). Pode-se observar que ao longo do período, houve um movimento de concentração da gestão dívida em títulos indexados a juros pós-fixados (over Selic), que cresceram de 17% em 1994 para 47% em 1998. Além disso, houve um crescimento constante, principalmente a partir de 1995, nos títulos indexados à taxa de câmbio, que passou de 15% em 1994 para 18% em 1998.

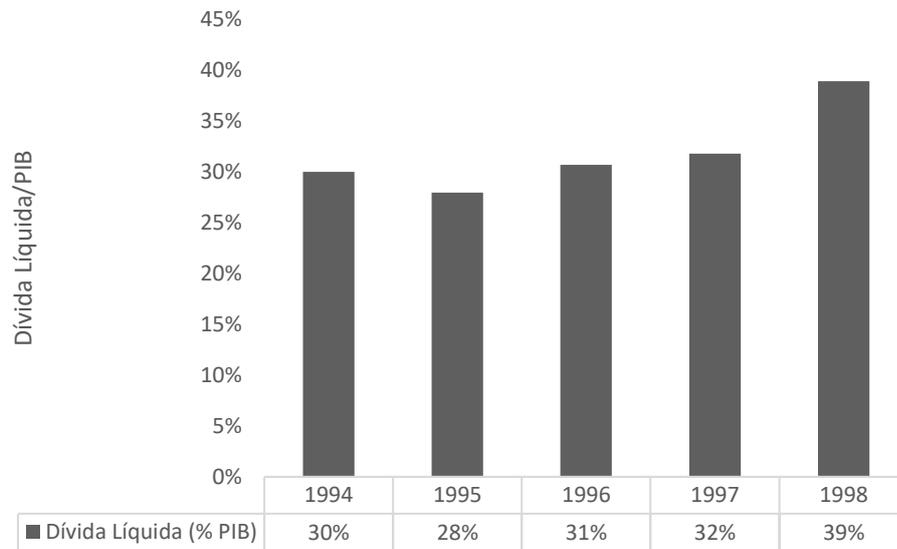
⁴ Nas análises da dívida mobiliária federal, utilizaram-se os títulos de posição de custódia, isto é, negociados no mercado secundário. A série histórica para os títulos em posição de carteira, isto é, negociados no mercado primário, iniciava em 2000. Isto prejudicaria a análise do período 1994-1998. A realização de uma comparação entre os dois tipos de títulos para o período 2000-2010, no qual as séries históricas para os dois estava completa, mostrou que a composição era praticamente idêntica, o que não afeta o resultado final.

Gráfico 10 - Evolução da composição da dívida mobiliária federal para o período 1994-1998

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados do Banco Central do Brasil (2019).

Segundo Sales (2012), o ano de 1998 representa uma mudança no perfil de endividamento público, uma vez que a estratégia insustentável de controle de preços com sucessivos déficits em transações correntes financiados pela entrada de capitais estrangeiros acabou resultando em ataques especulativos contra o Real. Segundo o autor, esse cenário de turbulência e incerteza acabou se refletindo na gestão da dívida pública. Além disso, tem-se, também, o caráter político dessa mudança, uma vez que como a desvalorização cambial era esperada pelos agentes econômicos privados, havia uma resistência destes em se desfazer de seus ativos em dólares. Assim, segundo o autor, ao entrar no mercado oferecendo hedge aos agentes privados, o governo acabou por realizar uma estatização das exposições privadas em moeda estrangeira frente uma desvalorização elevada.

Portanto, a gestão da dívida pública no período 1994-1998 não foi bem sucedida devido ao aumento da indexação de títulos pela taxa de câmbio e pela concentração da indexação em juros pós-fixados. Este cenário aumentou a exposição das finanças do governo a movimentos na taxa de câmbio e na taxa de juros, variáveis mais afetadas na ocorrência de choques externos. Essa piora da gestão é perceptível na evolução da dívida líquida como proporção do PIB para o período, como mostrado no gráfico 11, passando de 30% do PIB em 1994 para 39% do PIB em 1998.

Gráfico 11 - Evolução da razão dívida líquida/PIB do governo geral para o período 1994-1998

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados do Banco Central do Brasil (2019).

Portanto, no período 1994-1998, governo brasileiro estava preocupado com a estabilização de preços e adotou como política econômica as âncoras para o Plano Real. O modelo de estabilização, entretanto, só foi permitido devido ao aumento de autonomia para política econômica que teve como fonte o ciclo de liquidez vivenciado no início da década de 1990, permitindo o acúmulo de reservas e o acesso ao mercado de capitais internacionais. A consequência dessas políticas, todavia, causou o aumento da vulnerabilidade externa, que pode ser percebida através da deterioração das contas externas e da exposição da dívida pública a choques externos. As crises dos países emergentes e da LTCM foram determinantes para o fechamento dos mercados de capitais e a redução da autonomia para política econômica, que ao final de 1998 e no início de 1999, estava bastante reduzida. O ataque especulativo contra o real é o evento que marca essa perda de autonomia, pois é neste momento que o governo se vê obrigado a abandonar o câmbio fixo, pondo fim ao modelo de estabilização de preços.

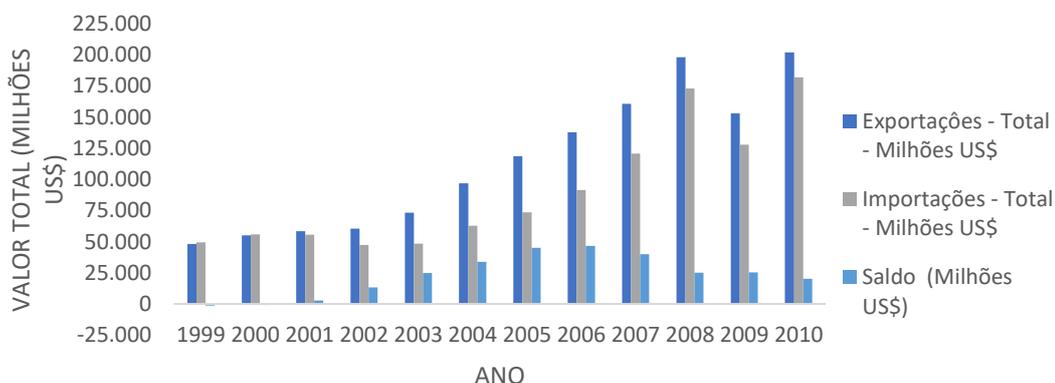
4.2 O PERÍODO 1999-2010

O período 1999-2010 é marcado pela adoção do regime de câmbio flutuante, pelo início de um novo ciclo internacional de liquidez e pela maior crise financeira desde a crise de 1929. O objetivo a partir da próxima seção é investigar, no contexto histórico apontado anteriormente, a evolução das contas externas e da gestão da dívida pública durante o período.

4.2.1 Evolução das contas externas para o período 1999-2010

O desempenho externo da economia brasileira, principalmente a partir de 2003, foi caracterizado por um cenário positivo, mesmo durante o período de crise internacional. O efeito da troca de regime cambial, em janeiro de 1999, e sua consequente depreciação é perceptível nesse mesmo ano, quando as importações reduziram cerca de 15% em relação aos anos anteriores (SALES, 2012). A escassez de demanda doméstica e a elevada rentabilidade ocasionada por um câmbio depreciado fizeram com que o quantum de exportações aumentasse 9,2% entre 1999 e 2002; por outro lado, o quantum importado teve uma queda de 3,4% a.a. Segundo o autor, o benefício só não foi maior pois os termos de troca se deterioraram no período, com os preços das exportações caindo 4,5% a.a. e o das importações 1,5% a.a. Como resultado, este período 1999-2002, foi um período de reversão das tendências deficitárias do período 1994-1998, sendo observado já em 2002 o início de um período de superávits na balança comercial (RIBEIRO, 2009)

Gráfico 12 - Balança comercial para o Brasil no período 1999-2010



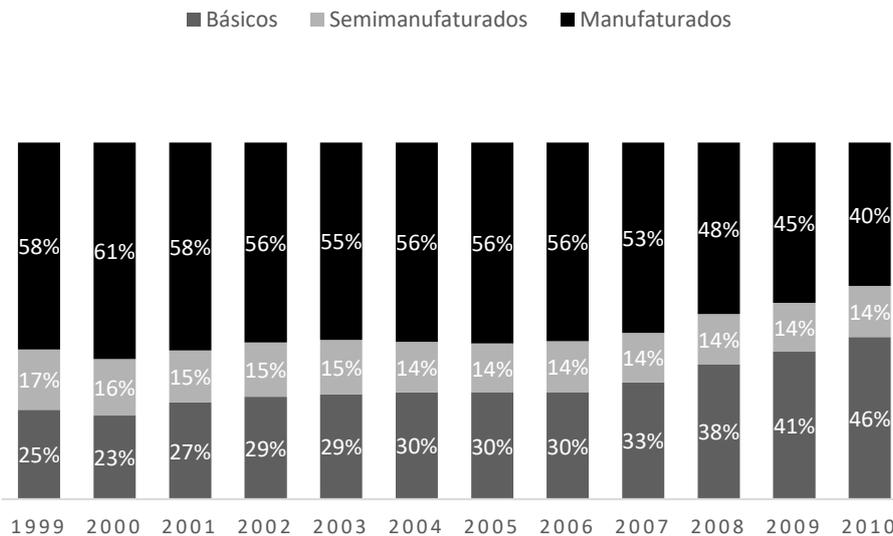
Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados do Banco Central do Brasil (2019).

O gráfico 12 nos permite observar o que foi apontado anteriormente e, também, observar que no período 2003-2008 tanto exportações quanto importações tiveram um crescimento contínuo e acelerado. Entre 2003-2005 houve um aumento das importações, mesmo com a depreciação cambial de 2002/2003, que encareceu as importações. As importações saltam de US\$ 50 bilhões em 2003 para US\$ 173 bilhões em 2008, um aumento de 258% que só foi possível devido ao acúmulo de divisas, associado ao aumento das exportações, permitindo o saneamento das necessidades do país (SALES, 2012). O período 2003-2008 foi um dos períodos mais prósperos para o comércio mundial, o que permitiu ao Brasil expandir suas exportações, alcançando uma expansão de 21,9% a.a. – o montante total das exportações teve uma multiplicação de 3,3 vezes no período. Este cenário, como já apontado anteriormente, se deveu a um desempenho positivo do quantum exportado com um aumento de 8,2%; entretanto, foram os preços que deram a principal contribuição com um aumento de 12,7%. Apenas no biênio 2007-2008, o aumento dos preços foi de 18,2%a.a. contra um aumento de 1,4%a.a. do quantum, devido ao aumento vertiginoso dos preços das commodities (RIBEIRO, 2009). O ano de 2009 apresentou uma queda tanto das exportações, quanto das importações, estando este comportamento associado ao cenário recessivo internacional ocasionado pela crise financeira de 2008; entretanto, as exportações continuaram superando as importações. No ano de 2010, pode-se observar uma recuperação de ambas.

Analisando as exportações por fator agregado, a partir do gráfico 13, podemos observar no período uma perda relativa de relevância dos produtos manufaturados e o aumento de importância relativa dos produtos básicos. Pode-se observar um aumento da importância dos produtos manufaturados entre 1999 e 2000, que passaram de 58% para 61% da pauta de exportação. Entretanto, a partir de 2001, há uma queda novamente e uma relativa estabilidade até 2006, quando se inicia uma fase de quedas sistemáticas na importância relativa dos produtos manufaturados na composição das exportações brasileiras. Em 2010 os produtos manufaturados passaram a representar 40% da pauta, isto é, uma queda de 21% em relação ao ano de maior participação. Os produtos básicos, por sua vez, tiveram o movimento contrário, apresentando uma queda de 2% entre 1999 e 2000. Entre 2001-2010 pode-se observar um aumento paulatino da importância relativa dos produtos básicos, que se acelerou a partir de 2006 e atingiu 46% da pauta exportadora em 2010. Portanto,

neste período, ocorre uma superação dos produtos básicos em relação aos manufaturados, ocorrendo uma reprimarização da pauta de exportação brasileira.

Gráfico 13 - Exportações por fator agregado para o Brasil no período 1999-2010

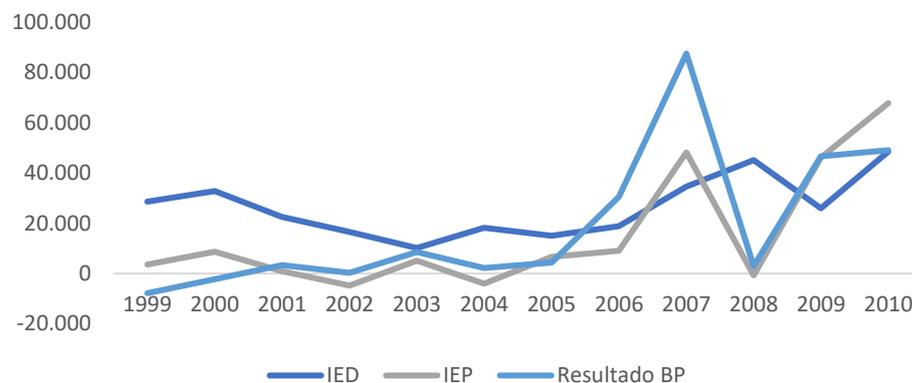


Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados do Banco Central do Brasil (2019).

Em termos de fluxos de capitais, pode-se observar que o período 2001-2010 é caracterizado por superávits sistemáticos na balança comercial que somado aos fluxos de investimento direto, modalidade de capital menos volátil, e de portfólio acabaram por causar um resultado positivo no BP, principalmente entre 2005 e 2010, como observado no gráfico 14. Segundo Prates, Cunha e Lélis (2011), as contas externas no biênio 2008-09, tiveram uma evolução bastante diferenciada. Enquanto em 2008 o superávit do BP foi de apenas US\$2,97 bilhões, em 2009 foi de US\$46,6 bilhões. O superávit em BP 2008 foi explicado pelo superávit na conta financeira em US\$28,297 bilhões que foi mais do que suficiente para superar o déficit em transações correntes de US\$28,192 bilhões. Fatores que explicam esse satisfatório resultado da conta financeira, podem ser explicados pelo IDE, a única modalidade de capital externo que cresceu entre 2007 e 2008. Já os fluxos financeiros tiveram elevada queda, com uma saída líquida de US\$767 milhões em investimentos de portfólio. O superávit no BP em 2009 também foi explicado pelo superávit na conta financeira que foi de US\$ 69,4 bilhões. Essa melhora expressiva pode ser explicada pelo forte

crescimento do ingresso de recursos externos. Além disso, contribui para este quadro a menor saída de capitais brasileiros para o exterior, devido ao contexto de baixas oportunidades de lucro nas economias avançadas e de perspectivas positivas da economia brasileira, que apresentou capacidade inédita de resistência ao efeito-contágio da crise.

Gráfico 14 - Investimento direto estrangeiro (IDE), Investimento estrangeiro em portfólio (IEP) e resultado do balanço de pagamentos (BP) para o Brasil no período 1999-2010 (US\$ - Milhões)



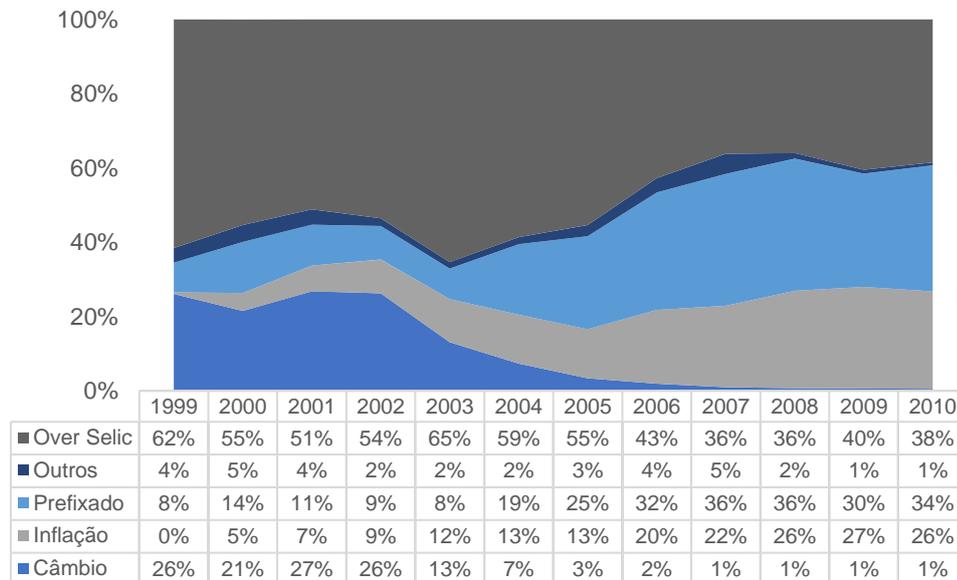
Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados do Banco Central do Brasil (2019).

4.2.2 Composição da dívida mobiliária federal para o período 1999-2010

A composição da dívida mobiliária federal para o período 1999-2010, como mostrado no gráfico 15, apresenta dois momentos. Entre 1999 e 2003, apesar das quedas em 2000 e 2001, ocorre um aumento dos títulos indexados a juros pós-fixados (Over Selic), que passam de 62% em 1999 para 65% da DMF em 2003, enquanto os títulos indexados à taxa de juros pré-fixado iniciam e terminam o período no patamar de 8%. Entretanto, entre 2003 e 2010, os títulos indexados aos juros pós-fixados começam a cair gradativamente até o patamar de 38% da DMF; por outro lado, os títulos indexados a juros pré-fixados iniciam um movimento de aumento gradativo até o nível de 34% da DMF em 2010. Somando-se a esses dois movimentos, a queda dos títulos indexados ao câmbio, num processo de desdolarização da dívida, e o aumento dos títulos indexados aos níveis de preços, temos como resultado uma dívida muito mais diversificada em 2010, com a redução da indexação de títulos a variáveis

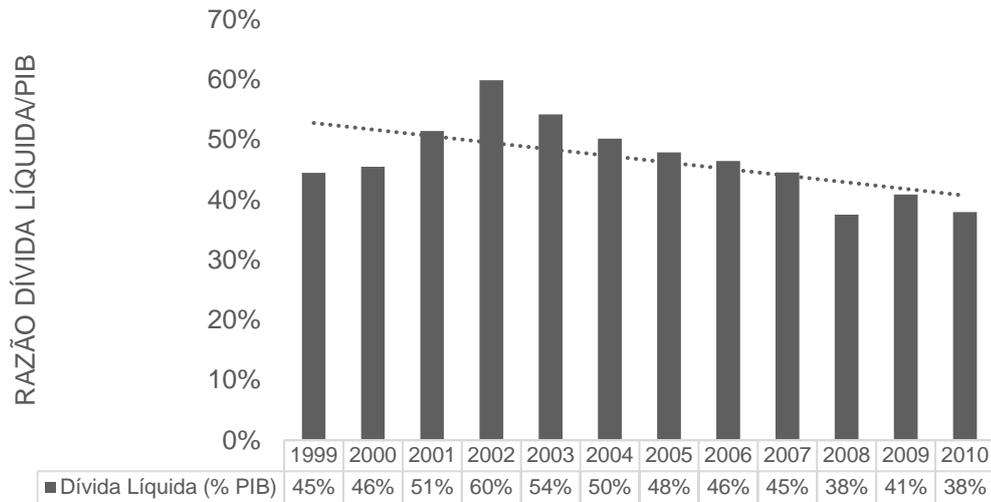
que em economias emergentes são extremamente voláteis, como a taxa de câmbio e os juros.

Gráfico 15 - Evolução da composição da dívida mobiliária federal entre 1999 e 2010



Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados do Banco Central do Brasil (2019).

A combinação de estrutura da dívida e a depreciação cambial de 1999 tiveram impactos negativos sobre a relação dívida pública/PIB. Como vimos, a tendência do período 1994-1998 foi a concentração de títulos indexados aos juros pós-fixados e o aumento da indexação pela taxa de câmbio. Desta forma, no momento em que houve a depreciação cambial e a subida de juros para atrair capitais, impactou-se os haveres financeiros através dos títulos pós-fixados. Essa armadilha juros-câmbio resultou na elevação da dívida pública como percentual do PIB, resultando na dificuldade de seu refinanciamento e prejudicando a política fiscal do governo (SALES, 2012). Como podemos observar pelo gráfico 16, a dívida líquida como proporção do PIB sofre aumentos sucessivos até o ano de 2002, quando atinge seu ápice. A partir de 2003, refletindo uma melhora da gestão da dívida através da diminuição da armadilha câmbio-juros, a dívida líquida como proporção do PIB inicia um processo sistemático de redução até atingir seu mínimo para o período, no patamar de 38% do PIB.

Gráfico 16 - Evolução da razão dívida líquida/PIB do governo geral para o período 1999-2010

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados do Banco Central do Brasil (2019).

Portanto, no período 1999-2010, o início de um novo ciclo internacional de liquidez permitiu ao governo uma maior autonomia, refletindo na diversificação dos parceiros comerciais e numa melhor gestão da dívida pública. Este cenário, então, provocou uma redução na vulnerabilidade externa desses canais. Além disso, o cenário externo positivo, impulsionado pelo ciclo das commodities e pela ascensão chinesa, permitiu a reversão da deterioração das contas externas, com o acúmulo sistemático de superávits na balança comercial e no BP. Entretanto, é necessário apontar que mesmo com a moeda brasileira apreciando muito no período, o aumento dos preços das commodities não permitia um efeito deficitário na balança comercial. Assim, a participação dos produtos manufaturados foi perdendo espaço para os produtos básicos, retirando importância relativa daqueles na pauta de exportação e criando uma nova vulnerabilidade, caracterizada pela reprimarização da pauta de exportação.

4.3 INDICADORES DE LIQUIDEZ E SOLVÊNCIA EXTERNA PARA O PERÍODO DE 1994-2010

O objetivo desta seção é analisar a vulnerabilidade externa da economia brasileira através de indicadores quantitativos para todo o período considerado, uma

vez que isto permite a visualização da tendência da vulnerabilidade externa capitada por estes indicadores. Segundo Lautert *et al.* (2011), na análise de vulnerabilidade externa é necessário diferenciar a situação de liquidez e de solvência, as quais se referem respectivamente, à vulnerabilidade externa de curto e de médio-longo prazo. Se iniciará com a discussão sobre a vulnerabilidade externa de curto prazo, através dos indicadores de liquidez, e posteriormente se abordará a vulnerabilidade externa de médio-longo prazo através dos indicadores de solvência.

4.3.1 Indicadores de liquidez externa

Como aponta Lautert *et al.* (2011) crises de liquidez podem acontecer sinteticamente por dois motivos: no primeiro, os credores externos resolvem interromper bruscamente a rolagem dos empréstimos externos e/ou fazer o resgate das suas aplicações no país em questão; o segundo ocorre quando se tem a saída brusca de capitais decorrentes de uma crise ou situação de estresse financeiro e essa saída é superior às reservas em divisas desse país. Nesse caso a distinção entre as modalidades de capitais – curto, médio e longo prazo, investimento em portfolio e estrangeiro direto – tornam-se importantes.

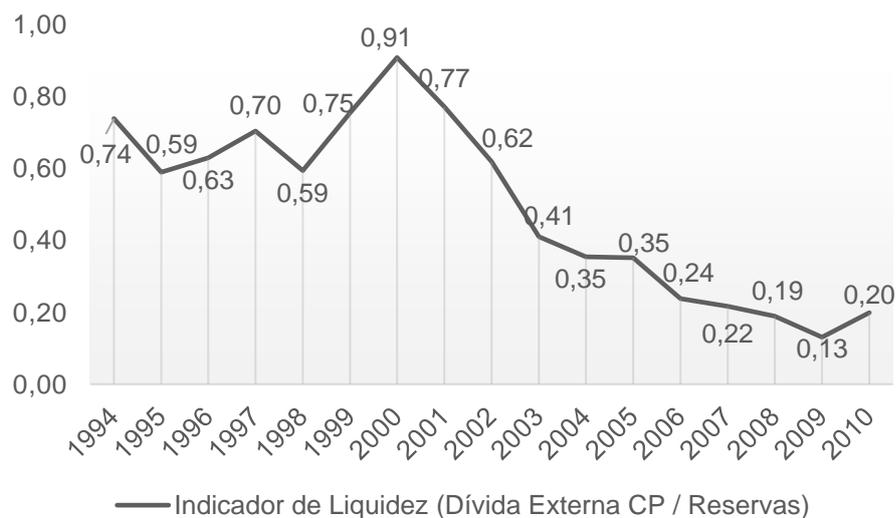
É lógico, portanto, considerar que os indicadores de liquidez levarão em conta os passivos externos de curto prazo e as reservas como variáveis componentes dos mesmos. A interpretação dos indicadores é como se segue: se são iguais a 1, isso quer dizer que as reservas são suficientes para cobrir as dívidas de curto prazo; caso sejam inferiores a 1, as reservas são mais que suficientes para cobrir as dívidas de curto prazo; se forem superior 1, as reservas não são suficientes para cobrir as dívidas de curto prazo. Os indicadores utilizados serão os seguintes:

- a) Dívida externa de curto prazo (DECP) / reservas: esta razão tem por objetivo avaliar se há ou não a possibilidade de crise externa de liquidez pela falta de divisas para o pagamento da dívida externa num prazo inferior a 360 dias.
- b) Passivo externo de curto prazo (PECP) / reservas: aqui PECP é composta pela soma da dívida externa de curto prazo e do estoque de investimento

em portfólio. Esta razão indica os recursos em moeda estrangeira que podem ser movimentados no curto prazo diante de uma saída súbita de capitais externos.

Com relação ao indicador DECP/Reservas, podemos observar pelo gráfico 17, que durante todo período as reservas foram mais que suficientes para o pagamento da dívida externa de curto prazo. Entretanto, apesar de um comportamento oscilatório entre 1994 e 1998 e uma piora da liquidez em 2000, a partir de 2001 a situação de liquidez tem uma melhora sistemática. De modo geral, pode-se afirmar que a vulnerabilidade externa de curto prazo, medida pelo indicador de liquidez DECEP/Reservas, apresentou uma diminuição no período 1994-2010.

Gráfico 17 - Indicador de Liquidez Dívida Externa de Curto Prazo (CP) / Reservas



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil

Relativamente ao segundo indicador de liquidez é válido fazer uma observação de ordem técnica. Os dados da Posição Internacional de Investimento (PII) começam a partir de 2001 para o Brasil, não sendo possível aplicar qualquer indicador que exija os dados de estoque de ativos ou passivos anteriormente àquele ano. Por isso, optou-se, neste trabalho, por analisar os anos em que os dados estão disponíveis. Desta forma, como podemos observar pelo gráfico 18, durante todo o período os recursos em moeda estrangeira não foram suficientes para cobrir os passivos de curto prazo,

tendo seu valor máximo de 5,00 em 2001 e seu mínimo de 1,55 em 2008. Apesar disso, há uma clara tendência de melhora do indicador de liquidez PECP/Reservas, representando uma melhora da vulnerabilidade externa de curto prazo. Com relação aos anos anteriores a 2001, não há motivos para crer que a situação da vulnerabilidade fosse melhor, uma vez que as reservas internacionais no período eram bem menores e a situação externa ao longo de 1994-1998 foi caracterizada por uma sistemática deterioração das contas externas, incorrendo no aumento dos passivos externos.

Gráfico 18 - Indicador de Liquidez Passivo Externo de Curto Prazo (PECP) / Reservas



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central.

Portanto, para o período considerado (seja 1994-2010 ou 2001-2010), parece haver uma tendência de queda nos indicadores de liquidez externa, representando dessa forma uma queda na vulnerabilidade externa de curto prazo em termos quantitativos. Esta queda pode ser explicada em grande parte pelo acúmulo de reservas internacionais, principalmente a partir do início dos anos 2000, possibilitada dentre outros fatores pelo aumento dos preços das exportações básicas brasileiras. Entretanto, é importante apontar que os indicadores captam apenas uma dimensão no estudo da vulnerabilidade externa, sendo um instrumento complementar de análise ao restante deste trabalho.

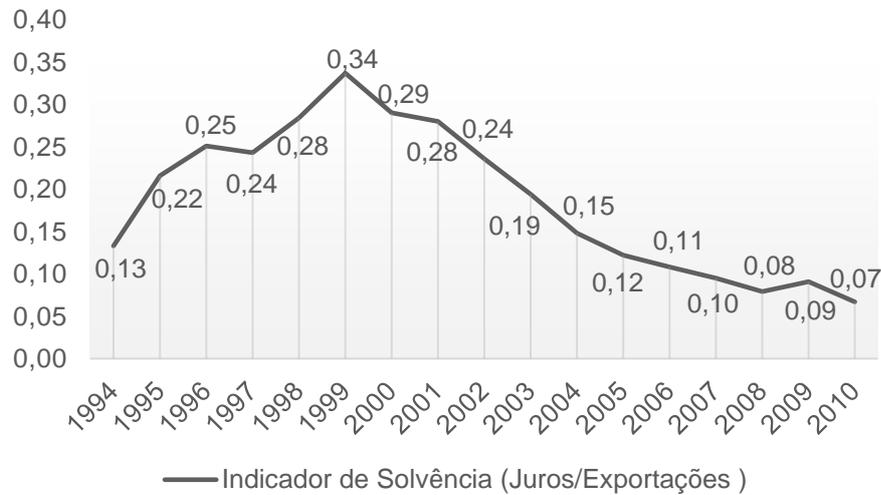
4.3.2 Indicadores de solvência externa

Como apontado por Lara (2012), a situação de solvência está relacionada ao desempenho do setor exportador vis-à-vis o passivo externo. Segundo o autor, essa relação é importante pois fornece aos possíveis emprestadores de divisas uma ideia da capacidade de pagamento dos serviços em moeda estrangeira por parte dos países devedores. Assim, segundo Lautert *et al.* (2011), a condição para que essa relação (passivo externo/exportações) não seja explosiva é a de que a taxa de crescimento das exportações seja superior a taxa de crescimento do passivo externo.

A interpretação dos indicadores de solvência pode ser descrita como o número de anos, com um determinado fluxo de exportações, necessário para o pagamento do estoque de passivo externo. Os indicadores que serão utilizados são listados a seguir:

- a) Juros da dívida externa (JDE) / exportações
- b) Passivo externo líquido (PEL)/ exportações: aqui temos PEL como o Passivo Externo Bruto (PEB), composto pela soma do estoque da dívida externa, com o estoque do investimento em portfolio e o estoque em investimento externo estrangeiro. Da PEB é descontado o estoque de ativos externos, composto pela soma das reservas internacionais, haveres financeiros dos bancos brasileiros no exterior e crédito brasileiros no exterior).

Em relação indicador JDE / Exportações, como mostrado no gráfico 19, pode-se observar dois momentos distintos: no primeiro, entre 1994-1999, há um aumento da relação representando uma piora de condição de solvência externa e, por consequência, um aumento da vulnerabilidade externa medida por este indicador; no segundo, entre 2000 e 2010, há uma queda na relação, isto é, uma melhora da condição de solvência e, portanto, uma melhora da vulnerabilidade externa.

Gráfico 19 - Indicador de Solvência Juros da Dívida Externa / Exportações

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central.

O indicador de solvência PEL / Exportações⁵, por sua vez, como apresentado pelo gráfico 20, mostra três períodos distintos: o primeiro entre 1994 e 1998, o qual se observa uma piora da condição de solvência, ou seja, uma piora da vulnerabilidade externa de médio-longo prazo; entre 1999 e 2006, período em que se observa uma melhora da vulnerabilidade externa capitada pelo indicador; e, finalmente, o período entre 2006 e 2010 em que se tem um comportamento oscilante do indicador. Segundo Prates, Baltar e Squetto (2014), em virtude da desvalorização do investimento em portfólio em momentos de crise, explica-se as melhoras abruptas dos indicadores de solvência e liquidez, o que pode ser observado no ano de 2008. Os anos de 2009 e 2010 apresentam uma piora significativa da situação de solvência.

⁵ A série compreende 1994-2010, porém os dados de estoque de investimento estrangeiro em portfólio e investimento direto estrangeiro, que compõem o indicador, iniciam no ano de 2001. Os anos de 1994 a 2000 foram calculados a partir de Biancarelli (2008, que apresenta a média da PEL em pontos percentuais do PIB para esses anos; desta forma, utilizou-se os dados para PIB do Brasil em cada ano, obtidos no Banco Mundial, e multiplicou-se pelas médias PEL/PIB, para obter-se a estimativa para cada ano. Com as estimativas da PEL, construiu-se, então, o indicador.

Gráfico 20 - Indicador de Solvência Passivo Externo Líquido (PEL) / Exportações

Fonte: Elaboração Própria com base em Biancarelli (2008), Banco Mundial, Banco Central

Portanto o indicador JDE / exportações apresenta uma nítida tendência de aumento entre 1994-1999 e, entre 2000 e 2010, uma tendência de queda. Já o indicador PEL / Exportações, quando considerado o período 1994-2010, apesar das oscilações pontuais, apresenta uma tendência de queda. É importante destacar que entre 1994 e 1998-99, a piora da condição de solvência pode ser explicada pelo baixo desempenho do setor exportador no período bem como pelo aumento da dívida externa e, por consequência, dos seus encargos. Já com relação ao segundo momento, entre 2000 e 2010, o desempenho das exportações iniciam um período de dinamização que podem ser observadas mais claramente no primeiro indicador; apesar disso, também é observável no segundo indicador, principalmente entre 1999 e 2006, quando há uma tendência de queda.

4.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Portanto, podemos concluir que para o período 1994-1998 houve uma piora das contas externas, impactadas pela manutenção de um câmbio valorizado, o que estimulou as importações, que passaram de cerca de US\$33 bilhões para mais de US\$57 bilhões. Somando-se o baixo desempenho exportador para o período, observa-se déficits sistemáticos na balança comercial, que adicionado aos encargos

dos passivos externos ocasionaram déficits em BP. Esses déficits foram financiados pela conta financeira, através da entrada de IDE e IEP, este último de maior volatilidade e que vulnerabiliza as contas externas. Além disso, a gestão da dívida pública levou à concentração em títulos emitidos indexados à taxa de câmbio e aos juros pós-fixados, expondo as finanças públicas aos movimentos da taxa de câmbio e da taxa de juros, variáveis mais afetadas pelos choques externos.

Já para o período 1999-2010, a adoção da flutuação cambial e a consequente desvalorização cambial, impactam positivamente as exportações. Assim, no período 1999-2002, observa-se uma reversão das tendências deficitárias em balança comercial. A partir de 2003, explicado pelo cenário externo favorável e pelo aumento dos preços das commodities, as exportações brasileiras tiveram uma expansão acelerada, passando de US\$73 bilhões em 2003 para mais de US\$201 bilhões em 2010. Isto permitiu um período de superávits sistemáticos na balança comercial que somando-se, principalmente ao IDE, possibilitaram superávits em BP. Por sua vez, a gestão da dívida pública para o período apresenta uma melhora, dado sua desconcentração na indexação pela taxa de juros pós-fixada e pela taxa de câmbio e o aumento da indexação em juros pré-fixados e pela inflação, diminuindo a exposição das finanças públicas aos choques externos.

A maior vulnerabilidade externa no período 1994-1998 e a menor vulnerabilidade para o período 1999-2010 é capitada pelos indicadores de liquidez e solvência que apresentam tendência de queda no período 1994-2010. Entretanto, é importante ressaltar que apesar de em partes resultarem da ação ativa do governo, através do acúmulo de reservas, isto só se concretizou devido a melhora do desempenho das exportações entre 1994-2010, que teve seu ápice entre 2003-2010. Isto é, foi condicionada externamente pelo ciclo das commodities. Além disso, é importante notar a mudança estrutural da pauta de exportação, que apresentou uma reprimarização, que pode ser interpretada como uma vulnerabilidade externa estrutural.

5 CONCLUSÃO

Ao longo deste trabalho procurou-se analisar a autonomia para política econômica e sua relação com a gestão da vulnerabilidade externa da economia. Partindo-se do referencial teórico adotado no segundo capítulo, pode-se concluir que de fato, a hipótese adotada neste trabalho, isto é, de que os ciclos de liquidez condicionam a autonomia para política econômica, parece ser validada para o período estudado. Assim, a estrutura do SMFI hierarquizada em torno de uma moeda central, leva a ciclos de expansão e contração da liquidez internacional, sendo nos momentos de expansão do ciclo que a autonomia dos países na periferia do sistema torna-se maior.

No início e meados dos anos 90, quando houve uma expansão da liquidez para os países emergentes, dentre os quais, os da América Latina. Esse cenário de maior liquidez permitiu ao governo brasileiro o acúmulo de reservas e o acesso ao mercado de capitais para realização de empréstimos, fornecendo a autonomia necessária a implementação do Plano Real. Entre 1994 e 1998, o governo se utilizou de uma maior autonomia para o objetivo de estabilização de preços e não de redução da vulnerabilidade externa da economia. Desta forma, as próprias âncoras do modelo de estabilização, quais sejam câmbio real valorizado e juros elevados, levaram a uma deterioração do setor externo através dos déficits sistemáticos em balança comercial e na conta corrente e da atração de capitais voláteis, acabando por aumentar a vulnerabilidade externa. Além disso, a gestão da dívida mobiliária federal no período fez com que a dívida pública ficasse exposta aos movimentos da taxa de juros e de câmbio, dado sua concentração nesses dois indexadores. Assim, a vulnerabilidade externa entre 1994 e 1998 se elevou, o que pode ser observado pelos impactos das crises dos países emergentes no período. Essas crises fecharam o mercado de capitais ao Brasil e colocaram fim ao ciclo de expansão da liquidez, acarretando na diminuição da autonomia para política econômica e fazendo com que o governo tivesse que abandonar o câmbio fixo diante de um ataque especulativo em 1998-99. Isto acabou tendo como consequência a desvalorização do câmbio e elevação dos juros, que impactaram na dívida pública dada sua estrutura concentrada em títulos indexados ao câmbio e ao juros pós-fixados.

No segundo período, pode-se observar o início de um novo ciclo internacional de liquidez, principalmente a partir de 2003, com o ciclo internacional das commodities. O aumento dos preços das commodities exportadas pelo Brasil permitiu ao país reverter o quadro anterior de déficits sistemáticos e acumular reservas em volumes anteriormente nunca conseguidos. Isto somado a maior diversificação dos parceiros comerciais, com o aumento da importância relativa ao Mercosul e da China, permitiram ao governo uma maior autonomia para política econômica, que não teve que ser subordinada ao objetivo de estabilização da taxa de câmbio. A melhora do setor exportador e o acúmulo sistemático de superávits comerciais que permitiram, também, o acúmulo de reservas, levaram a uma melhora da liquidez e solvência externa, como visto através dos indicadores apresentados neste trabalho. Além disso, a melhora na gestão da dívida mobiliária federal, através da desconcentração da indexação na taxa de câmbio e de juros pós fixados, permitiram a redução da exposição da dívida pública aos movimentos da taxa de câmbio e de juros. Observa-se, portanto, uma redução da vulnerabilidade externa a partir dos anos 2000, perceptível através do impacto minimizado da crise financeira de 2008, a pior crise pós 1929, sobre a economia brasileira.

É importante apontar que, apesar da redução da vulnerabilidade externa estrutural, configurada pela gestão da dívida mobiliária federal e da melhora das condições de solvência, houve no período 1994-2010, uma mudança estrutural da composição da pauta de exportação. Os produtos básicos passam ser o maior componente relativo da pauta de exportação, superando os produtos manufaturados. Isto caracteriza o desenvolvimento de uma nova vulnerabilidade externa estrutural, uma vez que o preço desses produtos é muito mais volátil que o dos manufaturados. Além disso, a elasticidade renda dessas mercadorias é menor que a dos manufaturados. Portanto cria-se um problema duplo, uma vez que, em momentos de crise os preços dos bens primários caem rapidamente, podendo levar a uma situação de restrição externa pela queda do valor das exportações, comprometendo o balanço de pagamentos; e, mantendo-se os preços inalterados, a expansão da renda externa não é tão estimuladora das exportações de produtos primários quanto de manufaturados, que geralmente tem maior valor agregado.

Portanto, podemos concluir que o governo consegue reduzir sua vulnerabilidade no período, através de uma maior autonomia, que lhe permite

melhorar a gestão dívida pública, a diversificação dos parceiros comerciais e do acúmulo de ativos. Entretanto, também observamos no período uma nova vulnerabilidade externa, configurada pela reprimarização da pauta de exportação brasileira.

REFERÊNCIAS

- AVERBURG, A.; GIAMBIAGI, F. **A crise brasileira de 1998/1999: origens e consequências**. Rio de Janeiro, maio 2000. (Textos para Discussão do BNDES, n. 77).
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema Gerenciador de Séries Temporais**. Brasília, 2019. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>. Acesso em: 30 abr. 2019.
- BAUMANN, R.; CANUTO, O.; GONÇALVES, R. **Economia internacional: teoria e experiência brasileira**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.
- BATISTA JR., P. N. O Plano Real à luz da experiência mexicana e argentina. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 10, n.28, p. 129-197, 1996. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/ea/v10n28/v10n28a07.pdf>. Acesso em: 25 mar. 2019.
- BATISTA JR., P. N. **Plano Real, Dependência e Dívida Externa**. São Paulo, 1999. (Textos para discussão da FGV EESP, n. 76). Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/1930/TD76.pdf?sequence=1>. Acesso em: 20 mar. 2019.
- BIANCARELLI, A. M. Padrões regionais de inserção na globalização financeira: indicadores quantitativos para Ásia e América Latina. **Revista Análise Econômica**, Porto Alegre, n.50, p. 141-159, 2008.
- BLANCHARD, O. **Macroeconomia**. 5. ed. São Paulo: Pearson, 2011.
- BOUGHTON, J. **Tearing Down Walls: The international Monetary Fund 1990-1999**. Washington: International Monetary Fund (IMF), 2012. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/history/2012/>. Acesso em: 15 maio 2019.
- CANUTO, O. A crise asiática e seus desdobramentos. **Econômica**, [S.L.], v. 2, n. 4, p. 25-60, dez. 2000.
- CARNEIRO, R. **Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX**. São Paulo: UNESP, 2002.
- CASTRO, L. B. Privatização, Abertura e Desindexação: A Primeira Metade dos Anos 90. In: GIAMBIAGI, F. *et al.* (org.). **Economia brasileira contemporânea**. 2. ed. São Paulo: Elsevier, 2011. p. 131-164.
- COHEN, B. J. **Currency power: understanding monetary rivalry**. New Jersey: Princenton University Press, 2015.

COHEN, B. J. **Currency statecraft**: monetary rivalry and geopolitical ambition. Chicago: The University of Chicago Press, 2019.

CUNHA, A. M. Liberalização Econômica, Crise Financeira e Reformas Estruturais: a experiência asiática sob a perspectiva latino-americana. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 25, n. 2, p. 365-402, out. 2004.

DE CONTI, B. M.; PRATES, D. M.; PLIHON, D. A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 22, n. 2, p. 341-372, ago. 2014. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/ecos/v23n2/0104-0618-ecos-23-02-0341.pdf>. Acesso em: 28 fev. 2019.

ESSERS, D. Developing country vulnerability in light of the global financial crisis: shock therapy? **Review of Development Finance**, [S. l.], 2013. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1879933713000043>. Acesso em: 26 fev. 2019.

FERRARI FILHO, F.; SILVA, G. T. F.; SCHATZMANN, S. Políticas comercial e cambial, vulnerabilidade externa e crescimento econômico: a experiência da economia brasileira a partir dos anos 1980. **Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 21, n. 1, p. 11-43, 2011.

GIAMBIAGI, F. Estabilização, Reformas e Desequilíbrios Macroeconômicos: Os Anos FHC. In: GIAMBIAGI, F. *et al.* (org.). **Economia brasileira contemporânea**. 2. ed. São Paulo: Elsevier, 2011. p. 165-196.

GIAMBIAGI, F. Rompendo com a ruptura: o governo Lula. In: GIAMBIAGI, F. *et al.* (org.). **Economia brasileira contemporânea**. 2. ed. São Paulo: Elsevier, 2011. p. 197-238.

GONÇALVES, R. *et al.*. Vulnerabilidade Externa Estrutural da América Latina. In: **Setores Dominantes na América Latina**. Buenos Aires: CLACSO, abr. 2008. Disponível em: http://www.ie.ufrj.br/intranet/ie/userintranet/hpp/arquivos/vulnerabilidade_externa_america_latina_gep_abril_2008.pdf. Acesso em: 10 fev. 2019.

GONÇALVES, R. **Economia política internacional**: fundamentos teóricos e as relações internacionais do Brasil. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

INSTITUTO PESQUISA ECONÔMICA APLICADA - IPEA. **IPEADATA**. Brasília, 2019. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>. Acesso em: 13 mar. 2019.

KEYNES, J. M. **A treatise on money**: The applied theory of money. London: Macmillan, 1930.

KRUGMAN, P. R. OBSTFELD, M.; MELITZ, M. J. **International Economics**: Theory & Policy. 9th ed. United States: Pearson, 2012.

LARA, F. M. **Solvência e liquidez externas**: aspectos teóricos, contábeis e a definição de indicadores sintéticos para análise de conjuntura. Porto Alegre, 2012. (Textos para Discussão FEE)

LAUTERT, V. *et al.*. Números índices e as comparações intertemporais e internacionais entre agregados econômicos. *In*: BÊRNI, D. A. *et al.* (org.). **Mesoeconomia**: A mensuração do esforço produtivo da sociedade. Porto Alegre: Bookman, 2011. p. 454-540.

MENDONÇA, H. F.; SILVA, R. T. Administração da dívida pública sob um regime de metas para inflação: evidências para o caso brasileiro. **Economia Aplicada**, São Paulo, v. 12, n. 4, p. 635-657, 2008.

MICHAELIS. **Moderno Dicionário da Língua Portuguesa**. [S. L.], 2019. Disponível em: <https://michaelis.uol.com.br/>. Acesso em: 10 abr. 2019.

OCAMPO, J. A. International asymmetries and the design of the international financial system. **Series Temas de Coyuntura**, n. 15, Santiago: Cepal, 2001.

PRATES, D. M. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p. 263-288, 2005a. Disponível em: <http://repositorio.unicamp.br/bitstream/REPOSIP/38278/1/S1415-98482005000200002.pdf>. Acesso em: 1 mar. 2019.

PRATES, D. M. A inserção externa da economia brasileira no governo Lula. **Política Econômica em Foco**, [S. l.], n. 7, p. 119-151, 2005b. Disponível em: http://www.eco.unicamp.br/cecon/images/arquivos/pesquisa-2003-2006/Secao_IV07-PEF.pdf. Acesso em: 10 abr. 2019.

PRATES, D. M.; CUNHA, A. M.; LÉLIS, M. T. C. O Brasil e a crise financeira global: avaliando os canais de transmissão nas contas externas. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 15, p. 62-91, 2011. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415-98482011000100003. Acesso em: 03 abr. 2019.

PRATES, D. M.; BALTAR, C.; SEQUETO, M. A inserção externa do Brasil no contexto da crise global. *In*: NOVAIS, L. F.; CAGNIN, R. F.; BIASOTO Jr., G. (org.). **A economia brasileira no contexto da crise global**. São Paulo: Edições Fundap, 2014. p. 79-122.

PRATES, D.M.; CINTRA, M. A. M. **Keynes e a hierarquia de moedas**: possíveis lições para o Brasil. Campinas, 2007. (Texto para discussão IE/Unicamp, nº 137).

RIBEIRO, F. J. Reavaliando a vulnerabilidade externa da economia brasileira: indicadores e simulações. **Carta de Conjuntura**, [S. l.], n. 32, jul./set. 2016. Disponível em: http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/160811_cc32_nt_reavaliando_a_vulnerabilidade.pdf. Acesso em: 6 fev. 2019.

RIBEIRO, F. J. A evolução da balança comercial brasileira no período 1985-2008. **Revista Brasileira de Comércio Exterior**, [S. l.], n. 100, p. 12-25, 2009.

TOBIN, J. A proposal for international monetary reform. **Eastern Economic Journal**, Bloomsburg, v. 4, 1978.

SALES, T. H. **Vulnerabilidade externa ao longo dos governos Cardoso e Lula**. 2012. Dissertação (Mestrado em economia política Internacional) – Programa de Pós-graduação em Economia Política Internacional, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2012. Disponível em: http://www.ie.ufrj.br/images/pos-graduacao/pepi/dissertacoes/PEPI_DISSERTACAO_TIAGO_HAYMUSSI_SALLES.pdf. Acesso em: 14 mar. 2019.

SARTI, F.; LAPLANE, M. F. O Investimento Direto Estrangeiro e a internacionalização da economia brasileira nos anos 1990. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 11, n. 1, p. 63-94, 2002. Disponível em: <https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643088>. Acesso em: 29 mar. 2019

WORLD BANK GROUP. **World Bank Open Data**. [S. l.], 2019. Disponível em: <https://data.worldbank.org/>. Acesso em: 2 maio 2019.