

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO ECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CURSO DE GRADUAÇÃO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

ANÁLISE DA DIVERSIFICAÇÃO DE MOEDA DA DÍVIDA EXTERNA
BRASILEIRA ENTRE 1977 E 2005

Marciano Nicolau de Matos

Florianópolis

2007

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

**ANÁLISE DA DIVERSIFICAÇÃO DE MOEDA DA DÍVIDA EXTERNA
BRASILEIRA ENTRE 1977 E 2005**

Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas para obtenção de carga horária da disciplina CNM 5420 – Monografia.

Por: Marciano Nicolau de Matos

Orientador: Prof. Roberto Meurer

Área de Pesquisa: Macroeconomia, Economia Internacional

Palavras Chaves: 1 – Dívida Externa
2 – Variações Cambiais
3 – Diversificação de Carteiras

Florianópolis, julho de 2007.

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota ao aluno Marciano Nicolau de Matos na Disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Prof. Roberto Meurer
Presidente

Prof. Fernando Seabra
Membro

Prof. João Rogério Sanson
Membro

AGRADECIMENTOS

É com muita satisfação que aproveito esse espaço para agradecer a todas as pessoas que contribuíram, das mais variadas formas, para minha formação acadêmica.

Quero agradecer primeiramente a uma pessoa que eu amo muito, que é a minha mãe, e que foi a principal responsável por eu ter conseguido chegar até aqui. Um agradecimento todo especial vai também para minha esposa Adriana, que sempre esteve do meu lado, principalmente nos momentos mais difíceis. Aproveito para agradecer com todo carinho também: a minha irmã Neraci, que sempre foi uma grande incentivadora de meus estudos; ao Zéca e a Valmira, assim como ao Márcio e a Lena, por me acolherem em suas casas enquanto eu cursava a faculdade; ao meu sobrinho Jakson, por me ajudar a colher dados disponíveis somente em sites estrangeiros; ao Fábio da Rocha Bergamini, grande amigo que durante toda a faculdade me deu carona; e ao grande professor Meurer, que acreditou em mim, e aceitou ser meu orientador, contribuindo com seus importantes ensinamentos. Enfim, a todos os meus parentes e amigos, um muito obrigado.

RESUMO

A dívida externa brasileira apresentou expressivo aumento a partir da década de 70. Durante os primeiros anos dessa trajetória autista, os incrementos no passivo externo do país foram decorrentes, em grande maioria, de políticas econômicas incentivadoras a contratação de financiamentos externos, para serem investidos no setor produtivo. Posteriormente, dado o surgimento de crises internacionais, como a presenciada em 1979, com o segundo choque do petróleo, a pressão sobre os níveis de endividamento externo passou a ter um caráter bem menos profícuo, sendo sua expansão ditada majoritariamente por fatores meramente financeiros. Dada a influência das taxas de câmbio sobre o total da dívida externa denominada em dólares, pretende-se nesse trabalho fazer um estudo sobre as variações cambiais das principais moedas que compõem o passivo externo brasileiro contra o dólar americano, e seus efeitos sobre o saldo da dívida externa de nosso país, utilizando-se de dados sobre a evolução da dívida externa total, composição da dívida por moeda estrangeira e cotações em dólar dessas diferentes moedas, disponibilizados pelo Banco Central do Brasil e dos Estados Unidos, para chegar-se a conclusão, se foi positiva ou não - utilizando-se como parâmetro apenas as taxas de câmbio - a contratação de dívidas em outras moedas, quanto comparada à contratação em dólar americano.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Evolução da dívida externa brasileira de 1977 a 2005.....	37
Figura 2 - Part. do marco alemão na dívida externa expressa em dólares	56
Figura 3 - Cotações: marco alemão / dólar americano	57
Figura 4 - Part. do iene japonês na dívida externa expressa em dólares.....	62
Figura 5 - Cotações: iene japonês / dólar americano.....	64
Figura 6 - Part. do franco suíço na dívida externa expressa em dólares.....	67
Figura 7 - Cotações: franco suíço / dólar americano.....	68
Figura 8 - Part. do franco francês na dívida externa expressa em dólares.....	71
Figura 9 - Cotações: franco francês / dólar americano.....	71
Figura 10 - Part. do DES na dívida externa expressa em dólares.....	75
Figura 11 - Cotações: direito especial de saque / dólar americano.....	75
Figura 12 - Part. do euro na dívida externa expressa em dólares.....	78
Figura 13 - Cotações: euro / dólar americano.....	78

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Mudanças de retorno dos ativos em face de mudanças no cenário econômico	20
Tabela 2 – Mudanças no retorno esperado da carteira em face de mudanças no cenário econômico	21

SUMÁRIO

I INTRODUÇÃO	08
1 Introdução	08
1.1 Problemática	09
1.2 Objetivos.....	09
1.2.1 Objetivo Geral	09
1.2.2 Objetivos Específicos	10
1.3 Metodologia	10
II RISCO, RETORNO E DIVERSIFICAÇÃO DE CARTEIRAS.....	12
2.1 Risco	12
2.2 Retorno	15
2.3 Diversificação de carteiras.....	16
2.3.1 Risco sistemático e não-sistemático	18
2.3.2 Beta como medida de risco	22
2.3.3 Diversificação internacional.....	24
III BALANÇO DE PAGAMENTOS	27
3.1 Equilíbrio do balanço de pagamentos.....	29
3.2 Crises do balanço de pagamentos.....	31
IV A EVOLUÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA	33
V A INFLUÊNCIA DAS TAXAS DE CÂMBIO SOBRE A DÍVIDA EXTERNA DENOMINADA EM DÓLARES	56
5.1 Marco alemão.....	56
5.2 Iene japonês	62
5.3 Franco suíço	67
5.4 Franco Francês	70
5.5 Direito especial de saque	74
5.6 Euro	77
VI CONCLUSÃO.....	81

CAPÍTULO I

1 INTRODUÇÃO

O setor externo foi historicamente fator de preocupação para os economistas brasileiros, sendo responsável, em grande medida, pelas restrições ao crescimento econômico do Brasil ao longo de vários anos.

Enquanto na década de 70, dada a farta liquidez mundial, presenciou-se a elevadas taxas de crescimento do PIB, devido à implantação de políticas econômicas desenvolvimentistas, financiadas com poupança externa. Nos anos seguintes, a partir do início dos anos 80, dado a piora considerável no cenário econômico internacional, principalmente devido ao segundo choque do petróleo e a elevação das taxas de juros nos Estados Unidos, o que se viu foi um longo período de estagnação econômica, e significativo crescimento da dívida externa, tendo está última, representado um grande ônus aos cofres do país, dado seu elevado crescimento, majoritariamente financeiro, resultante em grande medida dos elevados custos de a sua manutenção.

No início dos anos 90, o país passou por mudanças estruturais profundas, com maior abertura comercial e financeira, elevando o fluxo de entrada e saída de mercadorias, serviços e capitais do país.

A partir de 1994, com a implantação do Plano Real, dado a taxa de câmbio fixa e sobrevalorizada, existente nos primeiros anos, o país acumulou grandes déficits em transações correntes, com conseqüente pressão sobre os níveis de reservas e de endividamento externo. Nos anos mais recentes, com considerável alteração no cenário econômico, observado por mudanças como; o regime de câmbio flexível e os crescentes superávits em transações correntes, o país pôde reduzir significativamente seus níveis de endividamento externo.

Frente à importância histórica da dívida externa para a economia brasileira, pretende-se nesse trabalho verificar se a estratégia de gestão da dívida externa, adotada pelo governo brasileiro durante o período que será analisado – de 1977 a 2005 –, foi a melhor para o país, quando observado sobre a ótica das variações cambiais contra o dólar americano, das

principais moedas que compõem o passivo externo brasileiro, destacando-se a evolução do saldo expresso em dólares da dívida nessas moedas, assim como sua participação relativa na dívida externa total, e o quanto o câmbio foi o responsável por esses resultados.

1.1 PROBLEMÁTICA

A dívida externa brasileira durante anos foi objeto de estudos e discussões. Dado seus reflexos sobre o desempenho da economia, vários foram os momentos em que o tema foi explorado, seja pela mídia, por partidos políticos, ou no meio acadêmico.

Apesar de sua expansão inicial ser decorrente da absorção de fontes de financiamento externo a ser aplicado na indústria ou em obras de infra-estrutura, posteriormente a continuidade desse crescimento no endividamento externo passou a ter um caráter predominantemente estéril em relação a uma contrapartida produtiva. Assim como na fase inicial a participação do governo foi decisiva para a contratação dos empréstimos externos, posteriormente sua participação torna-se relevante na administração dessa dívida.

Portanto, a questão que se levanta, e que se pretende analisar neste trabalho, é se o Brasil - na formação e manutenção de seu passivo externo - fez as melhores escolhas quanto à alocação da dívida por moeda estrangeira, observadas somente sob o ponto de vista das variações cambiais, entre essas moedas e o dólar americano.

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

- Analisar se a contratação de dívida externa em outras moedas foi uma opção atraente a economia do país, para o período de 1977 a 2005, quando comparada ao

endividamento externo somente em moeda americana, considerando-se apenas as variações cambiais do dólar americano em relação a essas demais moedas.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Fazer uma revisão teórica da teoria de diversificação de carteiras;
- Estudar o comportamento da dívida externa brasileira;
- Analisar o efeito das variações cambiais sobre o montante da dívida externa.

1.3 METODOLOGIA

O presente trabalho terá como objetivo principal aprofundar o conhecimento sobre a evolução da dívida externa brasileira, e verificar se as opções adotadas de endividamento por moeda estrangeira foram as melhores para o país, quando observadas sob a ótica das variações cambiais, dessas diferentes moedas contra o dólar americano.

A pesquisa será iniciada com um estudo sobre a teoria de diversificação de carteiras (Capítulo II). Posteriormente, no capítulo seguinte, através da utilização da obra de diversos autores, será abordado o tema balanço de pagamentos, assim como sua condição de equilíbrio e suas crises. No capítulo IV, utilizando-se de parte da farta literatura existente sobre o assunto, mais as publicações disponibilizadas pelo banco central, será feito um estudo sobre a evolução da dívida externa brasileira, da década de 70 até 2005, tratando das variações em seus saldos, assim como dos diversos fatos condicionantes desse desempenho. No capítulo V, através de dados disponibilizados pelos bancos centrais, brasileiro e norte-americano, será estudada a influência das taxas de câmbio sobre os saldos da dívida externa expressa em dólares. Essa parte do trabalho consiste em verificar em que medida as alterações no saldo da dívida externa foram decorrentes das variações cambiais, entre as principais moedas estrangeiras que compõem o passivo externo brasileiro e a moeda norte-americana. Para esse

objetivo, separando-se o dólar, que será a referência na comparação, foram escolhidas as moedas mais significativas em relação à participação na dívida externa total, que são as seguintes: Marco alemão; Iene japonês; Franco suíço; Franco Francês; Direito especial de saque – DES e Euro.

Para finalizar, no sexto, e último capítulo, será feita uma conclusão sobre o assunto tratado e os resultados alcançados, discorrendo se foi positivo ou não a contratação de dívida externa em outras moedas, quando comparada à incorporação de passivos externos somente em dólar americano, e se a atuação do governo na gestão da dívida foi ativa ou não, durante o período analisado.

CAPÍTULO II

2 RISCO, RETORNO E DIVERSIFICAÇÃO DE CARTEIRAS

Para analisar a qualidade de uma carteira há duas medidas de suma importância que determinam a alocação ótima de seus ativos: o risco e o retorno dos investimentos. A maximização dos resultados do investimento, na maioria das vezes, é reduzida por um fator de peso na decisão dos agentes econômicos: a aversão ao risco. Segundo Krugman e Obstfeld (2005, p. 538) “em particular, as pessoas podem deter ativos cujos retornos esperados sejam mais baixos do que aqueles de outros ativos, caso essa estratégia reduza o risco total sobre sua riqueza”. A racionalidade no comportamento do investidor, que acaba destinando parte de seus recursos para investimentos que a primeira vista pareciam ser menos atraentes, reside no fato de a rentabilidade estar intimamente ligada ao risco de toda operação. Segundo Ross et al (1995, p. 198), “o retorno esperado de um título está positivamente relacionado ao seu risco, pois os investidores somente assumirão riscos adicionais se receberem compensação adicional”. Assim, de acordo com Gitman (1997, p. 212), “o objetivo do administrador financeiro para uma empresa é criar uma carteira eficiente, que maximize o retorno para um dado nível de risco ou minimize o risco para um determinado nível de retorno”. Apesar de Gitman citar o administrador financeiro em seu exemplo, vale lembrar que tal característica se estende a todos os agentes econômicos, que tendem a agir com a mesma racionalidade diante das decisões de investimento.

2.1 RISCO

O risco pode ser definido como a probabilidade de perdas decorrentes de uma determinada opção de investimento. Dada essa opção, quanto maior for à dispersão em relação ao resultado esperado, maior será o risco da alocação em determinado ativo. Segundo Assaf

Neto (1999, p. 243), “o risco de um ativo qualquer [...] pode ser mensurado pela variabilidade dos retornos projetados em torno do retorno esperado, ou seja, pelo grau de dispersão dos retornos em relação à média”. Diferentemente da incerteza, que é quando não se tem conhecimento das probabilidades de determinado evento ocorrer, o risco é uma variável quantificável. Vários são os indicadores estatísticos para medir os riscos de um ativo ou uma carteira, porém, a medida estatística mais usualmente adotada para quantificar o risco, segundo Assaf Neto (1999, p. 226), é o desvio-padrão, do qual destacamos abaixo a fórmula para o seu cálculo:

$$DP = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (k_i - \bar{k})^2}{n-1}}$$

Onde se deve:

- Pegar os retornos individuais (k_i) e subtraí-los do retorno médio (\bar{k});
- Elevar os resultados ao quadrado e somá-los;
- Dividir o total do somatório pelo número de retornos menos um;
- E por último, extrair a raiz quadrada.

Assim, de acordo com Assaf Neto (1999, p. 226), “ao se tomarem decisões de investimento com base num resultado médio esperado, o desvio-padrão passa a revelar o risco da operação, ou seja, a dispersão das variáveis (resultados) em relação à média”.

Embora aqui se esteja usando uma equação matemática para medir o risco de um determinado investimento, os resultados de tais cálculos estão longe de ter um efeito singular sobre os agentes econômicos. Tudo isso porque os investidores não são iguais. A sensibilidade de cada um deles ao risco é algo pessoal. Segundo Gitman (1997, p. 204) há três comportamentos básicos de preferências em relação ao risco – aversão, indiferença e tendência ao risco.

Os investidores avessos ao risco são aqueles que para correr um risco maior exigem um retorno maior. A alocação de seu portfólio pode ser composta por ativos mais arriscados,

desde que eles ofereçam um bom prêmio pelo risco. A rigor, segundo Gitman (1997, p. 204) “uma vez que procuram afastar-se do risco, esses administradores requerem retornos esperados mais altos que compensem riscos maiores”. Aqui vale destacar o princípio da dominância, que é a alocação de ativos de maior eficiência para cada investidor, onde este optará pelo investimento de maior retorno para um mesmo nível de risco, ou então, o de menor risco para um mesmo nível de retorno.

Os investidores indiferentes ao risco são aqueles que buscam um determinado retorno sem se preocupar com os riscos que possa vir a incorrer. Nesse caso, o investidor não exige nenhum prêmio adicional à medida que suas possibilidades de perda variam.

Os investidores com tendência ao risco são aqueles que dão preferência a investimentos com riscos maiores, mesmo que esses ofereçam baixas taxas de retorno. De acordo com Gitman (1997, p. 204), “para os administradores com tendência ao risco, a taxa (de retorno) exigida diminui em razão de um aumento no risco. Teoricamente, por gostarem de riscos, esses administradores estão dispostos a diminuir seus retornos, a fim de assumir riscos maiores”.

Embora haja diferentes tipos de investidor, o perfil mais comum é o do avesso ao risco. Na maioria dos casos, de acordo com Gitman (1997, p. 204) “os administradores tendem a aceitar somente aqueles riscos com os quais se sentem seguros. Geralmente, tendem a ser conservadores em vez de agressivos, ao aceitarem riscos”. Esse conservadorismo também pode ser visto no que diz respeito aos ativos cujo investimento exige longo prazo de maturação, onde os investidores tendem a substituí-los por opções mais líquidas.

Como o investimento, seja ele produtivo ou financeiro, é algo que visa uma rentabilidade futura, o tempo é uma variável que exerce grande importância na determinação do risco de um dado ativo. Quanto maior for o horizonte temporal do ciclo de um investimento, maiores são as chances de ocorrerem eventos inesperados dentro do período em questão. Esses eventos sejam eles guerras, planos econômicos ou crises políticas, por exemplo, acabam por comprometer os prognósticos acerca dos níveis de risco. Segundo Gitman (1997, p. 211), “geralmente, quanto mais duradoura for a vida do investimento em uma ativo, maior será o risco, devido à variabilidade crescente dos retornos, resultante de erros de previsão cada vez maiores, para um futuro distante”.

2.2 RETORNO

O retorno é o objetivo fim que move os investidores. É em busca dele que os indivíduos abrem mão do consumo presente para aplicarem seus recursos nos mais variados ativos. Na definição de Gitman (1997, p. 203),

retorno é o total de ganhos ou prejuízos dos proprietários decorrentes de um investimento durante um determinado período de tempo, é calculado considerando-se as mudanças de valor do ativo, mais qualquer distribuição de caixa no período, cujo resultado é dividido pelo valor do investimento no início do período.

Tomando por base a definição de Gitman, que trata da variação do valor do ativo, mais a distribuição de caixa no período, vale ressaltar que o retorno total de um investimento divide-se em lucro e ganho de capital, sendo este último resultante da valorização do bem, seja ele realizado ou não. O retorno pode ser apresentado em termos absolutos, ou em termos percentuais, sendo o primeiro não muito adequado para mensurar a qualidade da alocação, pois não relaciona o montante do retorno com o montante do valor investido. Para Ross et al (1995, p. 185) “é mais conveniente resumir as informações relativas a retornos em termos percentuais, e não em termos monetários totais, porque a porcentagem serve para qualquer montante aplicado”. Sendo assim, vale destacar a fórmula para o cálculo da taxa de retorno:

$$K_t = \frac{P_t - P_{t-1} + C_t}{P_{t-1}}$$

Onde;

K_t = taxa de retorno esperada durante o período t

P_t = valor do ativo no tempo t

P_{t-1} = Valor do ativo no tempo t-1

C_t = caixa recebido do investimento no ativo no período de t-1 a t

2.3 DIVERSIFICAÇÃO DE CARTEIRAS

A diversificação desempenha importante papel na redução de riscos dos investimentos. Com a formação de uma carteira diversificada, composta por ativos que possuam riscos iguais e correlação menor que 1, o investidor pode reduzir sua probabilidade de perdas, graças à existência da referida correlação entre os ativos que compõem seu portfólio, o que faz com que o risco individual de cada opção de investimento seja sempre maior do que o apresentado pelo conjunto de ativos. Para Ross et al (1995, p. 197),

a diferença entre o desvio-padrão do retorno de uma dada ação e o desvio-padrão de uma carteira ou de um índice é devida ao conhecido fenômeno da diversificação. Com a diversificação, ações individuais com risco podem ser combinadas de maneira a fazer com que um conjunto de títulos tenha quase sempre menos risco do que qualquer um dos componentes isoladamente. A eliminação de risco é possível porque os retornos dos títulos individuais não são perfeitamente correlacionados uns com os outros. Uma certa proporção de risco desaparece graças à diversificação.

Quando falamos de diversificação e seus benefícios para a redução dos riscos de uma carteira, estamos falando de um arranjo composto por ativos que possuem comportamentos diferentes em relação às adversidades de mercado. O maior ou menor risco de um portfólio vai depender do maior ou menor grau de correlação existente entre cada um dos elementos que o compõem. De acordo com Gitman (1997, p. 213), “o grau de correlação é medido pelo coeficiente de correlação, o qual está na faixa que vai desde +1 para correlação positiva perfeita de séries a -1 para correlação negativa perfeita de séries”. No caso de uma correlação positiva perfeita, a adição de novos ativos em uma carteira não resulta em diminuição do risco, pois o comportamento desses serão os mesmos face às condições de mercado. De acordo com Assaf Neto (1999, p. 242), “a opção por projetos positiva e perfeitamente correlacionados define um maior risco dos ativos da empresa por convergirem seus resultados para uma única decisão”. Assim, segundo ele, a correlação positiva perfeita pode gerar elevados lucros e também elevados prejuízos, o que exige uma posição altamente agressiva do investidor, algo raro no mercado. Já no caso de uma correlação negativa perfeita de séries, o risco é quase que totalmente eliminado pela diversificação, pois cada par de ativos que compõem a carteira terão desempenhos opostos frente às adversidades de um cenário que está sempre em transformação, o que resulta, também, em taxas de retorno muito baixas, pois os

ganhos auferidos através de um ativo serão quase sempre devolvidos pelo outro investimento que possui correlação oposta. De acordo com Gitman (1997, p. 215) “mesmo que os ativos não sejam negativamente correlacionados, quanto mais baixa for a correlação positiva entre eles, menor será o risco resultante”. Desta forma, um indivíduo quando está para tomar uma decisão de investimento pode escolher, entre diferentes níveis de risco e retorno, a opção que mais tenha afinidade com seu perfil como investidor. Gitman (1997, p. 215) destaca também, que há ativos que não são correlacionados, ou seja, não possuem relação alguma entre si, mas mesmo assim, podem contribuir para reduzir o risco de uma carteira. De acordo com ele, “combinado ativos não correlacionados pode-se reduzir o risco – não tão efetivamente como combinando ativos negativamente correlacionados, porém mais efetivamente que combinando ativos positivamente correlacionados”. Os ativos não correlacionados correspondem ao ponto médio na faixa que representa o coeficiente de correlação, sendo seu número próximo de zero. Para calcularmos o grau de inter-relação entre os ativos de um portfólio, ou seja, sua correlação, podemos utilizar a seguinte fórmula;

$$r = \frac{\sum x \cdot y}{\sqrt{\sum x^2} \cdot \sqrt{\sum y^2}}$$

Onde;

r representa a medida em que duas variáveis estão linearmente relacionadas

x e y representam os desvios das médias entre os ativos

O Cálculo da correlação existente entre os ativos de uma carteira é muito importante para mensurar a qualidade desse portfólio no que diz respeito ao quesito risco, haja vista que a simples média do desvio-padrão de seus elementos não representa a realidade quando se trata de uma carteira diversificada. Segundo Ross et al (1995, p. 198),

em grande parte, os indivíduos e as instituições possuem carteiras e não títulos isolados. Conceitualmente, o risco de um título individual está relacionado ao modo pelo qual o risco de uma carteira varia quando o título lhe é adicionado. [...] Portanto, o desvio-padrão do retorno de um título não é uma boa medida de seu risco, quando quase todos os investidores detêm carteiras diversificadas.

Desta forma, quando se trata de um portfólio composto por várias opções de investimentos, as oscilações no valor do patrimônio são muito mais decorrentes da correlação entre os seus ativos, do que do desvio-padrão de cada ativo separadamente.

Utilizando-se de um meio mais simples, o cálculo da covariância, também podemos estimar o risco de uma carteira através de sua fórmula, que assim como a da correlação, nos mostra em que medida duas variáveis aleatórias se relacionam.

Algebricamente podemos apresentá-la da seguinte forma:

$$COV_{xy} = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x}) \cdot (y_i - \bar{y})}{n}$$

Onde:

x_i e y_i - representam as taxas de retorno efetiva dos ativos x e y

\bar{x} e \bar{y} - representam as taxas de retorno esperadas para os ativos x e y

n - representa o número de situações em que os ativos são relacionados

2.3.1 Risco Sistemático e Não-Sistemático

Quando dizemos que o risco pode ser quase totalmente eliminado pela diversificação, e não totalmente eliminado, é porque, além de serem remotas as chances de se encontrar ativos com correlação negativa perfeita, haverá sempre uma parte do risco que não será passiva de proteção. Essa fração está ligada ao menor ou maior grau de incerteza sempre presente nos mercados, e ao fato de haver riscos que incidem sobre toda a economia. Para Assaf Neto (1999, p. 227),

toda nova informação relevante trazida ao mercado tido como eficiente tem o poder de promover alterações nos valores dos ativos negociados, modificando seus livres preços de negociação e resultado de análises. Esse comportamento extremamente sensível dos preços de mercado ensina que projeções que venham a ser efetuadas com relação a determinado cenário futuro devem sempre incorporar novas informações esperadas, e não somente se basear em dados verificados no passado.

Portanto, por mais que você consiga calcular as probabilidades de que certos eventos venham a ocorrer, haverá sempre uma certa porção de risco não previsível. Desta forma, os riscos podem ser classificados em dois grupos; riscos sistemáticos e riscos não-sistemáticos.

O risco sistemático, ou não-diversificável, é aquele que não pode ser reduzido com a diversificação. Na definição de Ross et al (1995, p. 233), “é qualquer risco que afeta um grande número de ativos, e cada um deles com maior ou menor intensidade”. Esses são gerados por fatores incontornáveis de mercado tais como; crises políticas, guerras, desaquecimento econômico nacional ou internacional, inflação e etc.

O risco não-sistemático, ou diversificável, é aquele cujos efeitos são restritos a um segmento, ou a um setor da economia, tornando possível a alocação de parte dos recursos em segmentos ou setores não atingidos, contribuindo para redução dos riscos da carteira. O risco diversificável, para Gitman (1997, p. 221), “representa a parcela do risco de um ativo que está associada a causas randômicas e pode ser eliminada por meio da diversificação”. Neste caso, podemos apontar como exemplos; barreiras sanitárias, greves, ações judiciais e etc.

De acordo com o que já foi visto nesse trabalho, a correlação entre diferentes investimentos não precisa ser necessariamente negativa para que haja redução no risco de uma carteira. Para que tal objetivo seja alcançado, basta que os elementos que a compõem tenham coeficiente de correlação menor que 1. Desta forma, quanto mais ativos um agente econômico introduz em seu portfólio, mais ele contribui para a redução de seu risco. Porém, essa redução não ocorre infinitamente, devido à existência do risco sistemático. De acordo com Assaf Neto (1999, p. 245),

conforme se amplia a diversificação da carteira por meio da inclusão de mais títulos, seu risco total decresce em função da eliminação do risco não-sistemático (diversificável). Esse processo, conforme colocado, é limitado pela presença do risco sistemático, comum a todos os títulos. A partir de certo número de títulos, o risco da carteira se mantém praticamente estável, correspondendo unicamente a sua parte não diversificável.

Para ilustrar a importância da diversificação na redução dos riscos de qualquer tipo de investimento, utilizaremos como exemplo uma carteira hipotética de ações. A fim de simplificar a análise e tornar mais claro o resultado, apesar de sabermos que vários eventos podem contribuir para o desempenho desses ativos, iremos observá-los somente em relação a

uma variável, a taxa de câmbio, com tudo mais permanecendo constante, e considerando-se apenas os ganhos decorrentes da valorização dessas ações, não incluindo os dividendos e juros sobre o capital.

Imagine um investidor que possua inicialmente ações de apenas uma empresa (A), e que o faturamento dessa referida companhia seja 100% dependente de exportações. Dada essa característica, tal investimento configura-se como uma opção muito arriscada, pois é totalmente dependente das variações cambiais. Agora, considere que nosso hipotético investidor aumente um pouco sua expectativa em relação a uma valorização da moeda local, e resolva colocar metade desses seus recursos em ações de uma empresa (B) que vende 50% de seus produtos no mercado local e importa 60% de seus insumos. Nesse caso, haverá uma redução no risco da carteira, pois metade de seus recursos não sofrerá relevante influência das variações cambiais.

As probabilidades acerca da variação na taxa de câmbio, e as expectativas de retorno das ações frente a cada cenário, assim como os cálculos de retorno esperado, desvio-padrão e covariância, serão abordados a seguir, conforme exemplo semelhante apresentado por Assaf Neto (1999, p. 245).

Tabela 1 – Mudanças de retorno dos ativos em face de mudanças no cenário econômico

Variação Moeda Local	Probabilidade de Ocorrência (%)	Retornos Percentuais	
		Ativo (A)	Ativo (B)
Valorização	30	-15	16
Estabilidade	50	10	12
Desvalorização	20	23	10

Dadas as hipóteses apresentadas na tabela, poderemos calcular o quanto à diversificação contribuiu para a redução do risco da carteira. Para isso, começaremos fazendo um levantamento do retorno esperado para cada ativo isolado, e para o portfólio como um todo.

$$K(A) = (30\% \times -15\%) + (50\% \times 10\%) + (20\% \times 23\%) = 5,10\%$$

$$K(B) = (30\% \times 16\%) + (50\% \times 12\%) + (20\% \times 10\%) = 12,80\%$$

A partir do retorno esperado (K) de cada ativo, sendo que os dois possuem o mesmo peso no portfólio, chegamos ao seguinte retorno esperado da carteira (P):

$$K(P) = (5,10\% \times 50\%) + (12,80\% \times 50\%) = 8,95\%$$

Agora que já temos o retorno esperado, calcularemos o desvio-padrão dos retornos de cada ativo e da carteira.

$$DP(A) = (((-15\% - 5,10\%)^2 \times 30\%) + ((10\% - 5,10\%)^2 \times 50\%) + ((23\% - 5,10\%)^2 \times 20\%))^{1/2} = 14,05\%$$

$$DP(B) = (((16\% - 12,8\%)^2 \times 30\%) + ((12\% - 12,8\%)^2 \times 50\%) + ((10\% - 12,8\%)^2 \times 20\%))^{1/2} = 2,23\%$$

Utilizando os resultados até aqui encontrados, vejamos qual seria o risco da carteira se calculado pela média ponderada do desvio-padrão.

$$DP(P) = (14,05\% \times 50\%) + (2,23\% \times 50\%) = 8,14\%$$

Como a média ponderada do desvio-padrão, conforme já apontado nesse trabalho, não é uma boa medida de risco quando se pretende avaliar um portfólio, partiremos agora para o cálculo do risco da carteira levando-se em conta a covariância dos ativos.

Tabela 2 – Mudanças no retorno esperado da carteira em face de mudanças no cenário econômico

Variação Moeda Local	Retorno Esperado da Carteira
Valorização	REC (1) = (-15% x 50%) + (16% x 50%) = 0,5%
Estabilidade	REC (2) = (10% x 50%) + (12% x 50%) = 11%
Desvalorização	REC (3) = (23% x 50%) + (10% x 50%) = 16,5%

Através dos resultados apresentados na tabela 2, calcularemos o risco da carteira considerando-se a covariância existente entre seus ativos.

$$\text{Risco (P)} = [(0,5\% - 8,95\%)^2 \times 30\% + (11\% - 8,95\%)^2 \times 50\% + (16,50\% - 8,95\%)^2 \times 20\%]^{1/2} = 5,91\%$$

Com o resultado alcançado, podemos ver o efeito da diversificação e como a covariância entre ativos contribui para a redução do risco de uma carteira. Ao compararmos o resultado da média ponderada do desvio-padrão, 8,14%, com o resultado obtido contemplando a covariância entre os ativos (A) e (B), 5,91%, chegamos a uma redução no risco da carteira, representado por uma variabilidade do retorno inferior em mais de dois pontos percentuais, devido à correlação existente entre os seus ativos.

Apesar de o risco sistemático corresponder a uma fração do risco total não eliminável pela diversificação. A sensibilidade dos ativos a essa parte não diversificável do risco é algo mensurável através do coeficiente beta. Conforme salienta Ross et al (1995, p. 234), “o coeficiente beta, β , nos diz qual é a relação da taxa de retorno de uma ação a um risco sistemático”.

2.3.2 Beta como medida de risco

O coeficiente beta, na definição de Gitman (1997, p. 222), “é um índice do grau de movimento do retorno de um ativo em resposta à mudança no retorno de mercado”. Em outras palavras, o beta é um indicador que nos proporciona uma estimativa de risco e retorno de um investimento singular, ou de uma carteira, em relação a um portfolio de referência mais amplo. Para Ross et al (1995, p. 198) “estatisticamente, beta é a covariância do retorno de um título individual com o da carteira que representa o mercado, dividida pela variância do retorno dessa carteira”.

Portanto, para o cálculo do beta (β) utiliza-se a seguinte fórmula:

$$\beta_i = \frac{COV(R_i R_m)}{VAR(R_m)}$$

Onde;

$COV(R_i R_m)$ representa a covariância do retorno de um ativo individual (R_i), com retorno do mercado (R_m).

$VAR(R_m)$ representa a variância do retorno do mercado (R_m), que é igual ao quadrado do desvio-padrão de R_m .

$$VAR(R_m) = [DP(R_m)]^2$$

Devido ao fato já relatado ao longo desse trabalho, de a maioria dos agentes econômicos possuírem carteiras, e não ativos individuais, o beta torna-se uma ferramenta de grande importância quando pretendemos calcular o risco de algumas opções de investimentos em separado, haja vista que nós já vimos que o desvio-padrão não é uma boa medida de risco de um ativo, quando as pessoas possuem carteiras diversificadas.

Como o beta parte de uma análise comparativa entre os movimentos do retorno de um determinado ativo e uma carteira de referência, seus cálculos são geralmente obtidos através de dados passados. Segundo Gitman (1997, p. 222), “o coeficiente beta de um ativo pode ser encontrado examinando-se os retornos históricos do ativo, relativos ao retorno do mercado”. Seu resultado recebe a seguinte interpretação de acordo com Ross et al (1995, p. 198);

uma ação com beta igual a 1 tende a subir e descer na mesma proporção que o mercado. Ações com coeficiente beta menor que 1 tendem a variar percentualmente menos do que o mercado. De maneira semelhante, uma ação com beta maior do que 1 tenderá a se valorizar ou desvalorizar mais do que o mercado.

Vale lembrar que, apesar de Ross et al (1995) usar como exemplo ações, a interpretação serve para qualquer tipo de ativo.

No que diz respeito à sensibilidade do investidor, os menos avessos ao risco tenderiam, dado o exposto, a optar por investimentos que apresentassem um beta maior que 1, pois essas alternativas são as que lhe proporcionariam chances de retorno superiores as do mercado. Quanto aos mais avessos ao risco, é de se esperar um comportamento oposto, onde o investidor optaria por investimentos com beta inferiores a 1, como mecanismo para proteger seu patrimônio das oscilações do mercado.

Apesar de o beta ser mais usualmente utilizado para medir o risco de ativos individuais, o seu emprego em relação a carteiras também se mostra bastante eficiente. Ao contrario do desvio-padrão, que não possibilita uma estimativa dos riscos de uma carteira através da soma dos resultados obtidos por cada ativo, o beta permite tal apuração. Essa característica é apontada por Gitman (1997, p. 224) “o beta de uma carteira pode ser facilmente obtido através de betas dos ativos individuais que são incluídos”. Assim, quando uma carteira possui um coeficiente beta menor que 1, é porque ela é constituída em sua maior parte por ativos que possuem essa característica. Conseqüentemente, quando ocorre o oposto, e a carteira é majoritariamente composta por ativos com beta superior a 1, o comportamento desse portfólio será caracterizado por uma oscilação superior a do mercado, para cima ou para baixo.

Conforme observações já enfatizadas, de que são vários os condicionantes do comportamento de um dado ativo, vale salientar que o beta não é uma medida precisa de risco, como uma equação matemática pode levar a acreditar. Em situações do mundo real haverá sempre eventos que serão específicos a uma empresa e que farão com que o movimento de suas ações fuja da linearidade que deveria nortear seu comportamento em relação ao mercado. Essa falta de estabilidade nos movimentos é resultado de fatos imprevisíveis que acabam fazendo com que as oscilações dos papéis de uma empresa destoe do que seria seu comportamento normal em relação a seu portfólio de referência. Como exemplo, poderíamos citar a divulgação do resultado de uma empresa inferior ao esperado, ou a descoberta de um novo processo de produção que venha a cortar significativamente seus custos. Portanto, apesar de o beta ser um instrumento muito útil para ajudar o investidor a tomar suas decisões, esta não deve ser a única ferramenta de análise utilizada antes de se optar por investir em um dado ativo.

2.3.3 Diversificação Internacional

A diversificação internacional desempenha importante função na redução de riscos de uma carteira, pois ela proporciona a abertura de um enorme leque de opções de investimentos,

além de oferecer meios de proteção contra os riscos provenientes de fatos externos que venham a repercutir sobre a economia local, haja vista que nenhum país consegue viver completamente dissociado do resto do mundo, sobretudo em tempos atuais de forte globalização. Para demonstrar a importância dessas relações, e das possibilidades de proteção frente a seus reflexos, podemos usar como exemplo; a condução da política monetária dos EUA. Por se tratar da maior economia do planeta, deter o maior mercado consumidor, e ser um enorme núcleo de atração de investimentos, as decisões de política econômica desse país exercem importante influência sobre as demais economias.

Imagine um investidor de um país subdesenvolvido como o nosso (Brasil) que aplique em ações. Para ele, as decisões do Banco Central Americano acerca dos juros são de suma importância, pois influenciam nos fluxos de investidores internacionais. Esse indivíduo pode alocar parte de seu portfólio em títulos do tesouro americano como medida de proteção frente a um iminente aumento dos juros pelo banco central daquele país, pois a elevação dos juros naquela economia lhe proporcionaria maior rentabilidade sobre as suas aplicações em títulos americanos, enquanto seu efeito sobre as aplicações na economia doméstica seria negativo. A diversificação internacional contribui para a redução do risco da carteira de duas formas, segundo Gitman (1997, p. 218);

primeira, ao incluir ativos com liquidações denominadas em moeda corrente estrangeira, as correlações dos retornos dos ativos da carteira são reduzidas quando todos os retornos dos investimentos forem convertidos em dólares. Segunda, ao incluir ativos de países que são menos sensíveis ao ciclo de negócios dos Estados Unidos que os ativos financeiros nacionais, a sensibilidade da carteira aos movimentos do mercado é reduzida.

Os investimentos realizados em ativos estrangeiros sofrem a influência de duas variáveis muito importantes na determinação do resultado da operação; que é o risco político e a oscilação cambial.

Para Gitman (1997, p. 219), “o risco político emerge do perigo de que o governo local tome ações que possam afetar os investidores estrangeiros ou da possibilidade de que problemas políticos no país possam pôr em perigo investimentos nele realizados”. Ainda segundo esse autor, os riscos políticos são mais comuns em países em desenvolvimento, por eles serem menos estáveis politicamente. Além da instabilidade política, há em muitas economias problemas estruturais que aumentam os riscos dos investimentos. Um governo

pode até não tomar, ou não desejar tomar, medidas impopulares contra investidores estrangeiros, porém, as condições práticas com as quais muitos países se encontram acabam por levar esses investidores ao prejuízo. Tal situação é abordada por Gitman (1997, p. 219);

mesmo quando os governos não recorrem a deliberados controles de câmbio ou confiscos, os investidores internacionais podem ser afetados, se um estoque deficiente de moeda forte impedir o pagamento de dividendos ou juros para os estrangeiros. Quando os governos são forçados a alocar câmbio estrangeiro insuficiente, eles raramente dão alta prioridade aos juros dos investidores estrangeiros.

Apesar de o risco político ser o principal receio dos investidores internacionais, o câmbio também exerce forte influência nas decisões desses indivíduos, devido à sua importância na determinação do risco e retorno de seus investimentos. A alocação de recursos financeiros em um dado ativo estrangeiro, que a princípio pode configurar-se como um grande negócio enquanto analisado na moeda interna do país onde foi feito o investimento, pode reverter-se em prejuízo quando o investidor resolve resgatar seus recursos e fazer a conversão para a moeda de seu país, caso o câmbio nesse referido momento não seja favorável. Dessa forma, o nível da taxa de câmbio é fator de relevante importância para o sucesso do investimento estrangeiro, podendo proporcionar lucro ou prejuízo. O resultado de tais operações também sofre a influência do universo temporal a qual o investimento fica submetido, segundo Gitman (1997, p. 219);

quando os investimentos são a longo prazo, as estratégias de diversificação internacional tendem a gerar retornos superiores àqueles provenientes de estratégias puramente nacionais. Durante qualquer período, curto ou médio, porém, a diversificação internacional pode produzir retornos inferiores – principalmente durante períodos em que o dólar está se valorizando frente a outras moedas. [...] As razões para a diversificação internacional de carteira são que essas flutuações nos valores das moedas e no desempenho relativo serão contrabalançadas durante períodos longos e que uma carteira com diversificação internacional tenderá a gerar um retorno comparável a um nível de risco mais baixo do que carteiras similares, unicamente nacionais.

Vale salientar que, nessa citação de Gitman, quando se refere à influência da valorização do Dólar, ele está falando sob a ótica de um investidor estadunidense que aplica seus recursos em outros países. Porém, esse seu ponto de vista se aplica a investidores de qualquer país, e com qualquer relação cambial.

CAPÍTULO III

3 BALANÇO DE PAGAMENTOS

Para tratarmos sobre o assunto dívida externa, faz-se necessário uma abordagem sobre o balanço de pagamentos e seus elementos constituintes. Assim como a formação de seus saldos, suas crises e a busca pelo seu equilíbrio.

Conforme já mencionado nesse trabalho, nenhuma economia é totalmente auto-suficiente a ponto de não necessitar manter relações comerciais, de serviços, ou financeira com outros países. No cenário econômico mundial, encontramos nações com os mais variados níveis de abertura econômica, sendo que nos tempos atuais, prevalecem as mais globalizadas. Os resultados contábeis de todas essas interações econômicas são registrados no balanço de pagamentos de cada país por meio de partidas dobradas, onde para cada crédito é lançado um débito correspondente.

Na definição de Broedel Lopes (2003, p. 43), “o balanço de pagamentos é um demonstrativo de natureza contábil que sumariza todas as transações econômicas entre os residentes de um país e os residentes de todos os outros países do mundo que realizaram operações com esse país”. O levantamento de tais saldos é comumente realizado pelos bancos centrais de cada nação. Sua estrutura, de acordo com padrões recomendados pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), divide-se em duas grandes contas; a de transações correntes e a conta de capital.

De acordo com E. Caves et al (2001, p. 276), “a conta corrente (CC) é o registro do comércio de bens e serviços e de outras transações correntes, não incluindo as transações referentes ao comércio de ativos, que são obrigações referentes ao futuro”. Esta é constituída por três principais sub-contas, ou balanços, que recebem, de acordo com Lopes e Rossetti (1996, p. 184), as seguintes definições:

- Balança comercial = saldo líquido de exportações menos importações de mercadorias e serviços.

- Balança de serviços = saldo líquido das receitas e despesas em divisas externas com viagens internacionais, transportes, seguros, rendas de capitais, serviços governamentais e outros.

- Transferências unilaterais = donativos privados e oficiais e outras categorias de remessas sem contrapartidas reais ou financeiras, atuais ou futuras.

A conta corrente do balanço de pagamentos fornece o resultado líquido do confronto entre receitas e despesas provenientes do comércio internacional. Quando um país gasta mais em bens e serviços do exterior do que os vende a outros países, este apresenta um déficit em conta corrente. Ocorrendo o contrário, um superávit, quando as exportações são superiores as importações. Um país deficitário necessita de poupança externa para financiar seu nível de gasto superior à poupança interna. O equilíbrio do balanço de pagamentos é atingido pelo ingresso de recursos via conta de capital.

De acordo com Broedel Lopes (2003, p. 44),

a conta de capital representa os investimentos e atividades de empréstimos realizados pelos setores público e privado da economia. As transações são classificadas como investimentos em carteira (maturidades maiores que um ano), diretos (quando o controle da administração do empreendimento é exercido segundo as leis locais do país) ou investimentos de curto prazo (prazo inferior a um ano).

A conta de capital pode ser definida como o registro da compra e venda de ativos financeiros ou de investimentos diretos, realizados entre os residentes de um país e os residentes de todos os demais países. Quando uma economia apresenta um superávit nessa conta, isso significa que ela recebeu uma entrada líquida de capital, o que vem a equacionar seu déficit em conta corrente. Já quando a conta de capital é deficitária, isso significa que a economia local está investindo mais no exterior do que recebendo investimentos provenientes de fora, contribuindo para equacionar os déficits na conta corrente de outros países. Para E. Caves et al (2001, p. 288) “da mesma forma como um déficit em conta corrente dá origem a um superávit na conta de capital, um superávit na conta de capital privado permite, ou mesmo causa, um déficit na conta corrente de um país”.

Vale lembrar que o ingresso de capital trata-se de investimentos realizados por estrangeiros no país, o que normalmente resulta em saídas futuras, seja sobre a forma de juros, amortizações, lucros ou dividendos.

3.1 EQUÍLBRIO DO BALANÇO DE PAGAMENTOS

Conforme já pôde ser observado na explanação acima sobre a interação entre a conta corrente e a conta capital, o balanço de pagamentos deve sempre se manter em equilíbrio, ou seja, o saldo da soma de suas contas deve ser igual a zero. Tal resultado é alcançado, também, através da variação das reservas internacionais detidas pelo Banco Central, que são o estoque de moedas estrangeiras e outros meios de pagamento aceitos internacionalmente, e que para efeito contábil é considerado compra de ativos, devendo ser encarado como investimento internacional.

Quando o confronto entre a conta corrente e a conta capital resulta em equilíbrio, haverá também equilíbrio na variação das reservas internacionais. Conforme aponta Lopes e Rossetti (1996, p. 191), “a variação das reservas monetárias internacionais para mais ou para menos corresponde ao superávit ou ao déficit do balanço de pagamentos como um todo. Quando essa variação é zero, o balanço global está em equilíbrio”. Dado o exposto, podemos representar a condição de equilíbrio do balanço de pagamentos com a seguinte equação:

$$BP = CC + CK + RMI = 0$$

Onde;

BP = Resultado geral do balanço de pagamentos

CC = Saldo líquido da conta corrente

CK = Saldo líquido da conta de capital

RMI = Variação das reservas internacionais

Utilizando como exemplo os Estados Unidos, Broedel Lopes (2003, p. 44) destaca que há casos excepcionais em que os déficits do balanço de pagamentos não são acompanhados de perda de reservas internacionais, devido à demanda estrangeira pela moeda do país para reservas de liquidez. Porém, como quase todos os demais casos não se enquadram nesse exemplo, as reservas internacionais desempenham importante papel para equacionar o desequilíbrio externo.

Dada a dinâmica do capitalismo, fatores como níveis de preço domésticos e externos, taxas de câmbio, taxas de juros internas e externas, melhoras no nível de renda no país ou no exterior, entre outros, resultam em entradas e saídas de recursos do país, seja via conta corrente ou conta capital, influenciando diretamente no resultado do balanço de pagamentos. Como tal resultado reflete o fluxo de divisas de um país, e repercute sobre o nível das reservas internacionais, os governos são constantemente forçados a tomar medidas de política econômica para fechar seu balanço em patamares satisfatórios, mantendo, na medida do possível, bons níveis de reservas, que são preponderantes para a garantia da capacidade de pagamento de compromissos internacionais.

Dependo do momento, e das condições vigentes no país, ter déficit em determinada conta do balanço de pagamentos pode não representar algo ruim, sendo muitas vezes resultado de estímulos provocados pelo próprio governo, onde podemos usar como exemplo a elevação das taxas de juros reais domésticas, que atrai recursos via conta de capital, devido a maior remuneração sobre os títulos públicos, mas acaba causando déficit na conta corrente, devido à valorização da moeda local, e conseqüentemente ao barateamento das importações. Essa relação entre déficit, superávit e o bem estar de uma economia é apontada por Broedel Lopes (2003, p. 46);

superávits em conta corrente não são necessariamente um bom sinal, da mesma forma que déficits não significam que problemas estão surgindo. Um país que apresenta excelentes oportunidades de investimento terá déficit à medida que receber capitais internacionais e terá um superávit na conta de capital.

Como o resultado das contas do balanço de pagamentos determina a oferta doméstica de dinheiro, é adequado destacar a importância do Banco Central no gerenciamento desses recursos e na formação de expectativas dos agentes econômicos.

Utilizando-se de políticas monetária e cambial, a referida instituição atua para corrigir as distorções que venham a aparecer no balanço de pagamentos, contribuindo para o seu equilíbrio geral. Porém, de acordo com Ferreira da Silva (1999, p. 113), “existe uma situação de equilíbrio do balanço de pagamentos que pode gerar problemas futuros para o país. Trata-se do caso em que o país registra significativo e persistente déficit em conta corrente, sempre coberto pelo ingresso de capital externo”. Nesse caso, Ferreira da Silva destaca que a economia local está permanentemente assumindo novos e elevados compromissos externos,

situação não sustentável por muito tempo porque resulta em elevação da dívida externa e conseqüentemente do prêmio pago por ela. Vale lembrar que tal situação pode ser resultado de estímulos governamentais, como os que ocorreram no Brasil na década de 70 - que serão abordados ainda nesse trabalho -, onde buscou investir na complementação de nosso parque industrial a custo de enormes déficits em transações correntes financiados via conta de capital. Estratégias como essa, visam à geração de benefícios futuros, porém, de imediato, além do aumento das taxas de investimentos, contribuem para a escalada do endividamento externo, aumentando no futuro o serviço da dívida, com conseqüente pressão sobre as contas externas. Portanto, a estratégia do governo será bem sucedida se os resultados futuros auferidos pelos investimentos – principalmente quanto à geração de divisas - compensarem os custos dos seus financiamentos externos. Caso contrário, dependendo do cenário com o qual o país se deparar, a opção pelo endividamento pode levá-lo até a uma crise no balanço de pagamentos.

3.2 CRISES DO BALANÇO DE PAGAMENTOS

Como o balanço de pagamentos é resultado das relações econômicas entre a economia doméstica e a economia global, suas crises podem ser originadas de problemas internos, externos ou da conjugação entre ambos.

Na maioria dos casos, as crises no balanço de pagamentos são resultado da fuga de capitais decorrentes das mudanças nas expectativas do mercado em relação à variação da taxa de câmbio, ou devido a um aumento mais acentuado das taxas de juros internacionais. A magnitude desses movimentos acaba resultando em elevado déficit na conta de capitais não acompanhado por um superávit de mesma grandeza na conta corrente, o que acaba ocasionando forte queda nos níveis de reservas internacionais, ou até mesmo a total restrição externa. A influência das expectativas em relação à variação da taxa de câmbio sobre o balanço de pagamentos é apontada por Krugman e Obstfeld (2005, p. 375); “a crença do mercado em uma variação iminente na taxa de câmbio leva a uma crise no balanço de pagamentos, uma mudança significativa nas reservas estrangeiras oficiais causada por uma mudança nas expectativas sobre a taxa de câmbio futura”. Quanto à relevância da elevação das

taxas de juros internacionais, ela atinge o resultado do balanço de pagamentos de um dado país de duas formas distintas, segundo Ferreira da Silva (1999, p. 118);

na conta corrente, aumenta o montante dos juros pagos aos bancos credores da dívida externa, reduzindo o saldo da conta para cada nível de renda [...]; na conta de capital, diminui o saldo para cada nível de taxa doméstica de juros, na medida em que os títulos do país em análise perderam atratividade diante dos externos, com taxas de juros agora maiores.

Ainda de acordo com Ferreira da Silva, a elevação das taxas internacionais contribui também para a recessão econômica mundial, resultando em queda da renda externa, com mais reflexos negativos sobre a economia do país analisado.

Vale lembrar que problemas como esses geralmente não resultam de decisões arbitrárias do mercado ou de governos, mas sim, de desequilíbrios nas contas desse ou daquele país.

Outro fator também importante na deflagração de crises no balanço de pagamentos são as mudanças de expectativas dos investidores internacionais. As alterações no humor desses agentes econômicos em relação ao futuro da economia do país resultam em modificações radicais nos saldos da conta de capital. Muitas vezes, esses movimentos são fruto da maneira como o mercado interpreta certas decisões políticas tomadas pelo governo local que possam resultar em prejuízos futuros ou em restrições a saída do capital estrangeiro. Tal fluxo pode também ser observado em períodos de eleição para presidente em que possa haver a vitória de um candidato temido pelo mercado, como os que têm sua postura ideológica mais voltada a idéias socialistas, por exemplo. A verdade é que, assim como um clima de otimismo pode resultar em forte ingresso de investimentos ao país, dada as condições de liquidez internacional. Uma piora das expectativas, dependendo de sua dimensão, resulta sempre em movimentos mais fortes em sentido oposto. Haja vista que os investidores são sempre mais ágeis em tomar uma medida preventiva do que em tomar uma decisão de investimento.

CAPÍTULO IV

4 A EVOLUÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA

A década de 70 foi marcante na história econômica do Brasil. Nesse período, assistiu-se a grandes transformações em nosso parque industrial, embalados por taxas de crescimento da economia que, em alguns anos, chegaram a superar os dez por cento. Hoje, muitas das características que nosso país possui, boas ou ruins, são fruto das decisões de política econômica adotadas naquela época.

O projeto de crescimento econômico acelerado, representado principalmente pelo II PND, onde se objetivava a ampliação de nossa matriz produtiva com vistas à substituição de importações, tornava-se possível, graças a enorme liquidez internacional que vigorava na época. Esses petrodólares, como eram chamados, - por serem fruto de vultosos superávits em conta corrente dos países exportadores de petróleo após a forte valorização da commodity, a partir de 1973 - contribuíram sobremaneira para financiar projetos ambiciosos levados a cabo pelo governo militar. Tais financiamentos levaram a elevadas taxas de crescimento econômico, mas também resultaram na explosão do endividamento externo brasileiro, sobretudo quando as condições econômicas internacionais apresentaram-se menos favoráveis.

Para Baer (2002, p. 111)

o crescimento por meio da dívida era justificado pela possibilidade de as futuras economias de divisas resultantes dos programas de investimentos – devido à substituição de importações e ao desenvolvimento de uma nova capacidade de exportação – virem a criar uma situação na qual o Brasil poderia produzir superávits comerciais suficientemente grandes para pagar os juros e amortizar a dívida internacional.

No início da década de 70, a expansão interna da economia brasileira iniciada em 1968, teve sua demanda doméstica por crédito, principalmente do setor privado, atendido por recursos vindos do exterior. É nesse período, mais precisamente entre 1969 e 1973, que, segundo Cruz (1984), há o primeiro grande incremento na dívida externa brasileira em sua história recente, onde seu saldo bruto passou de 3,8 bilhões de dólares em fins de 1968 para

12,6 bilhões de dólares no final de 1973, fomentado pela enorme liquidez no mercado de euromoedas, que proporcionava créditos a juros baixos e com prazos bastante dilatados. Porém, nessa fase chamada de “milagre” econômico brasileiro, a dívida externa, apesar de já apresentar um comportamento bastante ascendente, esteve ligada mais ao acúmulo de reservas e ao pagamento de juros, do que a déficits em conta corrente, haja vista que as condições favoráveis do comércio internacional, somadas as medidas governamentais de incentivo as exportações, geraram saldos suficientes para cobrir as também incentivadas importações de insumos e equipamentos, que viriam a sanar os estrangulamentos ao crescimento, conhecidos como hiatos de recursos.

O resultado dessa relação é apontado por Cruz (1984, p. 16);

o crescimento das exportações foi de tal magnitude que garantiu as divisas necessárias para fazer frente à ampliação das importações, conduzindo a um balanço comercial equilibrado no quinquênio 1969-73. Esse resultado indica que, a despeito do crescimento ‘desequilibrado’, não houve pelo lado do comércio de mercadorias qualquer pressão indutora da tomada de capitais de empréstimo ao longo do ciclo expansivo.

Cruz (1984) lembra que houve no período um déficit acumulado de 2 bilhões de dólares na conta de serviços produtivos. Porém, esse saldo negativo foi parcialmente compensado pelo ingresso - no quinquênio - de um bilhão de dólares em capital de risco, fazendo com que o resultado dessa conta não exercesse pressão considerável pela tomada de empréstimos externos.

A situação começa a deteriorar-se consideravelmente com a primeira crise do petróleo em 1973. A partir desse ano até 1978, segundo Baer (2002), a maior parte do crescimento da dívida deveu-se à necessidade de cobrir déficits em conta corrente, resultantes em sua maioria; do aumento de juros e elevação do serviço da dívida; e do considerável aumento do déficit comercial ocasionado por preços de importação mais elevados, sobretudo do petróleo, que era um insumo do qual o país tinha enorme dependência na época.

Além da piora nos termos de troca após a crise do petróleo, o governo brasileiro ao invés de buscar fazer ajustes para tentar equilibrar seu crescente déficit em conta corrente, optou por aproveitar as condições de liquidez internacional e levar adiante seus projetos de crescimento, financiando com recursos externos a importação de insumos e equipamentos, e assim, aprofundado o déficit na conta corrente e a elevação da dívida externa.

De acordo com Baer (2002, p. 112)

imediatamente após o primeiro choque do petróleo, os mercados financeiros internacionais apresentavam extrema liquidez; os bancos internacionais, bem providos de petrodólares, estavam ansiosos para fazer empréstimos e, como as taxas de juros internacionais eram relativamente baixas na época, era possível justificar facilmente o aumento dos empréstimos estrangeiros realizados pelo Brasil naqueles anos.

Após a primeira crise do petróleo, as boas condições do comércio internacional, videntes no início da década de 70, dão lugar à recessão nas economias desenvolvidas. A partir de 1975, de acordo com Lever e Huhne (1987), a situação da balança comercial começa a agravar-se com a queda da demanda dos países industriais por produtos primários, levando a redução do volume, e dos preços das principais mercadorias exportadas pelo Brasil. Além disso, nesse período, a economia brasileira, ao contrário dos países desenvolvidos, ainda experimentava fortes taxas de crescimento do PIB, impulsionadas por grandes volumes de importação, sobretudo após a implantação do II PND em 1975, onde os investimentos do setor público foram preponderantes, compensando a redução das inversões privadas, que até então, devido aos incentivos governamentais, correspondiam a maior parte dos investimentos. Desta forma, a manutenção das elevadas taxas de crescimento, com importação de insumos e equipamentos, só poderia ser alcançada através de empréstimos estrangeiros, com conseqüente aumento do endividamento externo, haja vista que o volume de exportações encontrava-se aquém do necessário para equilibrar a conta corrente e, além disso, viu-se no período uma piora na conta de serviços, graças aos maiores custos de transporte, ocasionados pelo aumento dos preços do petróleo. De acordo com Nery e Furtado (1986), entre os anos de 1974 e 1976, a balança comercial sai de uma situação de quase equilíbrio no período anterior, compreendido entre 1969 e 1973, para um déficit da ordem de 10,5 bilhões de dólares, que veio a somar-se ao déficit de 3,54 bilhões de dólares na balança de serviços. Outro fato que merece destaque, dada sua contribuição para a piora nas contas externas, foi o aumento das taxas internacionais de juros, que contribuíram para elevar o serviço da dívida entre os anos de 1974 e 1976. De acordo com Cruz (1984, p. 21), “os juros vencidos no triênio montam a 4 bilhões de dólares, o que significa, em termos médios anuais, um acréscimo superior a 300% em relação à média do quinquênio 1969-73”.

A partir de 1977, o crescimento da dívida externa brasileira começa a apresentar uma característica distinta da vivenciada após a primeira crise do petróleo, onde a obtenção de novos recursos externos passa a ter um caráter majoritariamente financeiro. No biênio 1977-78, houve um considerável aumento da dívida externa, com crescimento médio de aproximadamente 30% ao ano, sem que esse incremento representasse – pelo menos de forma expressiva - o financiamento de novos projetos produtivos. Nesse período, devido à recuperação dos países desenvolvidos a partir de 1976 e a desaceleração do crescimento econômico no Brasil, - cujos efeitos foram elevar o saldo das exportações e reduzir a necessidade de importações - a balança comercial não exerceu pressão para tomada de empréstimos externos. De acordo com Cruz (1984, p. 22), “o exame das contas comerciais revela, para o biênio, um balanço comercial praticamente equilibrado, com um déficit acumulado de apenas 0,9 bilhão de dólares”. Para esse resultado, contribuíram também; a conseqüente recuperação dos preços de alguns produtos importantes de nossa pauta de exportações, como café e soja; além das medidas governamentais de controle das importações.

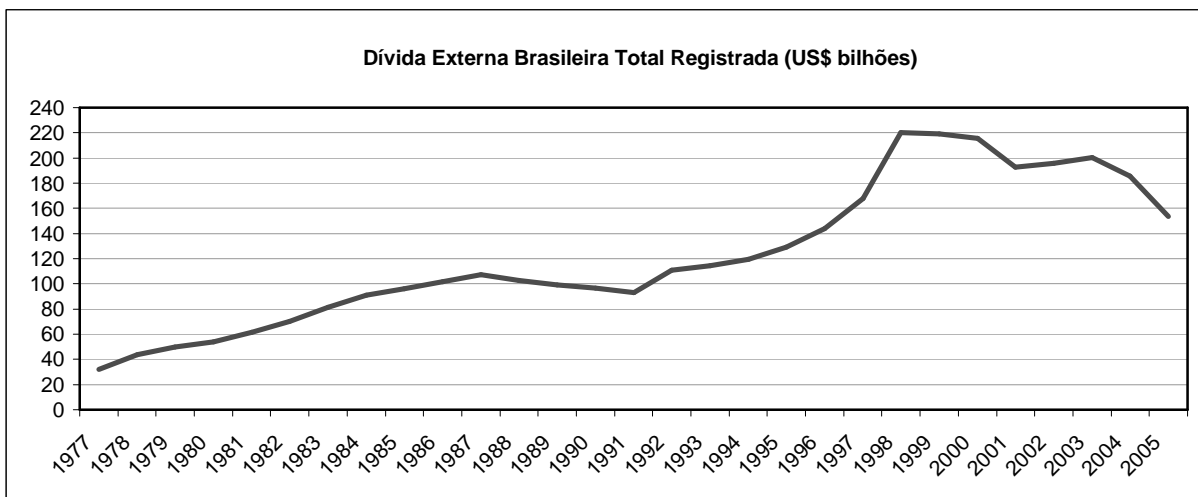
O aumento da dívida no biênio 1977-78 deveu-se ao maior volume de recursos necessários ao financiamento de seu serviço, cujos juros líquidos, conforme dados apresentados por Cruz (1984), já atingiam a cifra de 4,8 bilhões de dólares no período, o que representa aproximadamente 36% da contratação líquida de novos empréstimos. Outro fator também muito importante para a escalada da dívida nesse referido biênio foi a recomposição de reservas, cujo momento tornava-se propício para tal objetivo, haja vista que havia um novo transbordamento de liquidez internacional, com conseqüente aumento de prazos e redução de spreads. Vale lembrar que, apesar dessas mudanças de cenário, uma variável permaneceu a mesma; os incentivos governamentais ao endividamento externo. De acordo com Nery e Furtado (1986, p. 36),

é nesse período que a política econômica passa a restringir a tomada de recursos internos pelas estatais, para forçá-las a captar empréstimos no exterior, uma vez que a iniciativa privada, apesar de todas as medidas de incentivos à captação externa de recursos, se retrai no cumprimento de tal tarefa.

Utilizando-se de dados fornecidos pelo Banco Central a partir de 1977, podemos observar que, nesse referido ano, a dívida externa brasileira já alcançava os US\$ 32,04 bilhões, cerca de 18% do PIB. Nos dez anos que sucederam essa data, podemos ver um

aumento progressivo do endividamento externo brasileiro que atingiu os US\$ 107,51 bilhões em 1987, cifra mais de três vezes superior a de uma década atrás, correspondendo a um percentual de 38% do PIB. Essa evolução pode ser vista no gráfico 1, apresentado a seguir:

Figura 1 – Evolução da Dívida Externa Brasileira de 1977 a 2005



Fonte: Banco Central do Brasil

A elevação do montante da dívida externa em aproximadamente 235% nos dez anos compreendidos entre 1977 e 1987 foi resultado, em grande maioria, dos elevados custos de manutenção dessa dívida, sobretudo quando as condições da economia internacional se deterioraram após o segundo choque do petróleo em 1979, que de acordo com Lever e Huhne (1987), elevaram o preço do barril da Arábia Saudita, de 13 dólares em 1978, para 32,50 dólares em 1981.

Essa piora no cenário externo é destacada por Baer (2002, p. 114);

[...] o ano de 1979 testemunhou o segundo choque do petróleo, o que contribuiu para um violento declínio nas relações de troca, que vinham caindo desde 1978, devido à fragilidade dos preços de outros bens primários exportados. Além disso, houve um grande aumento nas taxas de juros mundiais em relação às rígidas políticas monetárias internas nos Estados Unidos. Como a maior parte da dívida brasileira tinha, até então, sido contraída em uma base de taxa de juros flexível, uma elevação nas taxas de juros mundiais automaticamente aumentou o custo não só de novos empréstimos, mas também do serviço da dívida não-liquidada.

Ainda de acordo com Baer (2002), para piorar a situação do país, começou a haver uma pressão internacional para que o governo brasileiro eliminasse gradualmente seus

subsídios fiscais e de crédito às exportações. Desta forma, objetivando compensar a eliminação desses incentivos, haja vista que era indispensável uma rápida expansão das exportações para atender a necessidade de divisas, o governo foi forçado, por repetidas vezes, a intervir na taxa de câmbio promovendo a desvalorização da moeda local. Essas medidas de política cambial, porém, trouxe reflexos negativos, sobretudo em relação ao setor privado, por elevar em cruzeiros as dívidas contraídas em dólar no mercado internacional.

As desvalorizações cambiais, assim como os esforços do governo, não foram suficientes para equacionar o desequilíbrio da balança comercial no biênio 1979-80. De acordo com Cruz (1984), o déficit acumulado nessa conta foi da ordem de 5,7 bilhões de dólares no período - como resultado dos efeitos do segundo choque do petróleo, que levou a economia mundial a uma aceleração inflacionária, com conseqüente aumento de juros e aprofundamento da recessão. O cenário desfavorável refletiu-se também sobre a conta de serviços produtivos que, segundo Cruz (1984), apresentou um déficit acumulado de 4,4 bilhões de dólares no mesmo período. De acordo com Nery e Furtado (1986), a situação da economia brasileira torna-se dramática com a deterioração do balanço de pagamentos, na medida em que o ingresso líquido de recursos externos não consegue cobrir o saldo negativo da balança comercial, resultando em forte queda das reservas internacionais a partir de 1979.

A escalada dos juros internacionais, no final da década de 70 e início da década de 80, levou a explosão do custo da dívida externa brasileira. Nesse período, de acordo com Cruz (1984), a taxa Libor de seis meses - que serve de base para a maior parte dos empréstimos internacionais - passou de uma média de 9,9% ao ano no biênio 1977-78, para um valor médio de 14,4% em 1979 e 16,8% em 1980. Para agravar ainda mais a situação, houve por essa época uma piora considerável na percepção de risco dos empréstimos feitos ao Brasil, o que ocasionou a elevação dos spreads e, principalmente, a diminuição significativa do fluxo de novos recursos. Quanto aos spreads, de acordo com Baer (1986), em 1981 as taxas de risco cobradas do país ultrapassavam os 2% anuais, tendência que se manteve nos anos seguintes. A cobrança de maiores prêmios por risco, assim como a redução do volume de empréstimos, foi resultado, não somente da deterioração das condições de crédito internacional, mas também de fatores internos, como as políticas heterodoxas de estabilização feitas pelo governo brasileiro - onde pode-se usar como exemplo; o choque de oferta pretendido pelo então ministro do planejamento Antônio Delfim Netto, que aumentou a disponibilidade de crédito da economia

em pleno período de elevação dos índices de inflação - , enquanto os países credores pressionavam por medidas recessivas. Os obstáculos à obtenção de novos empréstimos foram aos poucos dificultando a rolagem da dívida, contribuindo para a piora de seu perfil, na medida em que as obrigações de curto prazo aumentaram. Essa nova característica dos vencimentos foi aos poucos minando a capacidade de solvência externa do país, enquanto o nível de reservas apresentava forte queda e o montante dos juros pagos já superava, em alguns momentos, o ingresso de novos recursos. Essa dramática situação das contas externas é apresentada por Cruz (1984, p. 24);

[...] pela primeira vez na história recente da dívida externa, o saldo da conta financeira apresentava-se com sinal negativo. Isso significa que o acréscimo da dívida, além de não gerar recursos para pagar o financiamento da conta de mercadorias e serviços produtivos, é insuficiente para fazer frente aos juros líquidos vencidos no período. De fato, as tomadas líquidas totalizaram 9,2 bilhões de dólares, enquanto os juros líquidos alcançaram o montante de 10,5 bilhões de dólares.

Quanto à citada piora no perfil da dívida e queda nos níveis de reserva, podemos observar os dados apontados por Baer (1986, p. 72);

[...] a dívida de curto prazo – que vence em menos de 360 dias – ultrapassou os 10% da dívida total, alcançando os 12,3% em 1981. Ao mesmo tempo, nos últimos anos, as reservas caíram a seu nível mais baixo desde 1969, cobrindo somente entre 10% e os 11% da dívida total. Isto significa que em 1980 e 1981 as reservas se encontravam a um nível mais baixo que a dívida de curto prazo.

Dada a emergência de soluções para a carência de divisas, o governo foi forçado a abandonar as políticas heterodoxas vigentes no período 1979-80 - como o já citado choque de oferta -, e adotar medidas recessivas que buscassem frear a demanda agregada doméstica, reduzindo as importações e contribuindo para incentivar as exportações, haja vista que as empresas locais precisariam da expansão de mercado para vender seus produtos. Como resultado de tais medidas, postas em prática a partir do final de 1980, a balança comercial voltou a apresentar superávit em 1981, após os saldos desfavoráveis apresentados em 1979 e 1980.

O bom resultado da balança comercial, assim como o da conta de transações correntes, que apresentou um pequeno superávit no período, não impediu a continuidade da escalada da

dívida externa brasileira, dada sua característica eminentemente financeira apresentada desde 1977, onde o peso dos juros já assumia proporções gigantescas.

De acordo com Cruz (1984, p. 25),

nesse ano [1981], a balança comercial apresentou um saldo positivo superior a um bilhão de dólares, o que, somado ao resultado líquido do ingresso de capital de risco, praticamente assegurou os recursos necessários ao financiamento do déficit da balança de serviços produtivos. Como conseqüência, o acréscimo da dívida destinou-se, exclusivamente, à cobertura dos juros vencidos no ano [...].

Em 1981, os esforços do governo estavam definitivamente voltados à busca do equilíbrio externo, tendência que se seguiu também em 1982. Segundo Baer (1986), além das medidas recessivas que passavam pelo corte de gastos públicos, liberação das taxas de juros e restrição ao crédito doméstico, o governo utilizou-se também de mecanismos para incentivar as captações externas, como o não enquadramento dos empréstimos estrangeiros nas medidas de restrição ao crédito. Desta forma, estatais, bancos e multinacionais, viam-se forçados a voltar-se para o mercado externo, caso quisessem satisfazer suas necessidades de crédito.

O conturbado cenário interno e as péssimas condições para a captação de recursos no exterior, que vigoravam no início dos anos 80, fizeram com que a dívida externa passasse cada vez mais a recair-se sobre o setor público, que segundo Baer (1986), passou a ser responsável por 70% do montante devido. Essa distribuição das obrigações, oposta a vivenciada no início da década de 70 - onde o setor privado era o maior responsável pelas captações -, deveu-se ao maior risco existente na tomada de novos empréstimos. A queda da participação privada no montante da dívida externa ocasionou-se da retração da oferta, assim como da demanda por novos recursos. Do lado da oferta, os bancos internacionais relutavam em efetuar novos empréstimos ao Brasil, dado o crescente peso da dívida e o conturbado cenário interno, o que contribuía para que os poucos recursos ainda destinados ao país fossem dirigidos ao setor público, dado os maiores riscos de empréstimo ao setor privado. Quanto ao lado da demanda, o quadro recessivo e instável da economia doméstica, com sucessivas mudanças nas políticas econômicas, criava um ambiente de risco aos investimentos e a tomada de novos empréstimos externos, que também, tornavam-se menos atraentes devido aos elevados spreads.

Segundo Cruz (1984), o enquadramento das políticas econômicas a ortodoxia exigida pelos credores internacionais contribuiu para que houvesse uma melhora no fluxo de novos empréstimos ao país, porém num patamar suficiente apenas para cobrir a conta financeira,

deixando as reservas em níveis muito baixos. Desta forma, ainda de acordo com esse autor, configurava-se um quadro perverso onde a situação de equilíbrio mostrava-se muito frágil, diante de uma conjuntura em que prevalecia um ajuste recessivo no mercado interno, somado a elevadas taxas de juros no mercado externo, o que deixava o governo à mercê do sistema bancário internacional, sem conseguir recompor suas reservas e não podendo evitar o agravamento dos desequilíbrios financeiros das contas externas.

A crise da dívida externa brasileira alcançou em 1982 uma situação crítica. De acordo com Baer (1986), a partir desse referido ano, houve uma queda acentuada na capacidade das exportações cobrirem a expansão do serviço da dívida, situação já apresentada a partir de 1975, porém agravada no início dos anos 80, devido à recessão mundial e as medidas protecionistas adotadas pela maioria dos países, cujo resultado implicou na elevação das taxas internacionais de juros e na queda da demanda de produtos brasileiros pelos países desenvolvidos. Segundo Baer (2002, p. 121), “[...] em 1982, o serviço da dívida absorvia 83% das receitas de exportação (e somente o pagamento de juros, 52%)”. Nesse mesmo período, o saldo comercial foi prejudicado pelo aumento dos preços dos produtos importados, dado os efeitos do segundo choque do petróleo, que além do maior valor cobrado pela commodity e seus derivados, contribuiu para o encarecimento de todas as demais mercadorias, tendo seu reflexo negativo recaído também sobre o resultado da balança de serviços produtivos, cujo déficit foi ocasionado pelo item transporte.

Os desequilíbrios externos, que foram avolumando-se a ponto de o montante do serviço da dívida ultrapassar o valor das amortizações, assim como o ingresso de novos recursos, levaram, após a crise do México, ao colapso dos mecanismos de rolagem da dívida. De acordo com Lever e Huhne (1987), por não conseguir novos empréstimos em montante suficiente para honrar suas obrigações que estavam vencendo, o governo mexicano, em agosto de 1982, declarou moratória de sua dívida em moeda estrangeira. Tal medida, acompanhada das crises na Polônia e Argentina, teve repercussão imediata nos mercados internacionais, fazendo com que, dentro de alguns meses, todas as portas estivessem fechadas aos países devedores. Segundo Baer (1986, p. 115),

a partir deste momento [das declarações de moratória], o Brasil encontrou grandes dificuldades para captar recursos externos necessários para manter o giro da dívida, incorrendo numa rápida perda de reservas – que já eram escassas – e numa expansão acelerada da dívida de curto prazo, o que levou o país a uma situação de insolvência.

Diante das dificuldades para rolagem da dívida, o Brasil foi forçado, em dezembro de 1982, a recorrer ao sistema financeiro internacional e ao FMI para conseguir fechar o balanço de pagamentos, que segundo Nery e Furtado (1986), apresentava um déficit de US\$ 8,2 bilhões no final do período. O impacto negativo sobre os mercados internacionais que teria a moratória de outro grande devedor mundial, dada à dimensão dos problemas, fizeram com que os países credores buscassem juntos com o Brasil, uma solução para a situação de insolvência do país. Desta forma, segundo Baer (1986), foram utilizados três mecanismos principais para fechar as contas externas do Brasil em 1982; em primeiro lugar, o governo brasileiro pode contar com empréstimos ofertados pelos bancos centrais dos países desenvolvidos, assim como do próprio BIS; em segundo lugar, os maiores bancos dos Estados Unidos credores do Brasil, junto com o sistema bancário central americano, passaram a conceder empréstimos de curtíssima duração, com prazo máximo de 90 dias; por último, foi utilizado como mecanismo para fechar o balanço de pagamentos as transferências realizadas por agências de bancos brasileiros no exterior, cujas operações eram utilizadas pelo Banco Central para cobrir compromissos externos, deixando inclusive, por alguns dias, essas instituições financeiras a descoberto. Para Baer (1986), a própria natureza dos mecanismos de resgate das contas externas, com operações de curtíssimo prazo, tornaria praticamente impossível o cumprimento do serviço da dívida em 1983.

Por razões políticas, dado o fato de haver eleições em novembro, o governo brasileiro resolveu procurar auxílio junto ao Fundo Monetário Internacional somente no final de 1982. Porém, dois meses antes, já estava elaborando um pacote de medidas econômicas ainda mais recessivas para 1983, com vistas a criar condições à liberação de novos recursos por parte dos credores internacionais. Segundo Baer (2002), durante os anos de 1983 e 1984, a política econômica brasileira foi conduzida com o objetivo de atender as determinações impostas pelo FMI, cujas características principais passavam pelo aumento da taxa de câmbio real, diminuição da demanda agregada doméstica e aumento de impostos. A adaptação a essas novas regras tornava-se indispensável, não somente para angariar recursos junto ao fundo, mais também para conseguir rolar a dívida e obter novos empréstimos junto aos bancos internacionais, que condicionavam as negociações à aprovação do programa de ajuste imposta pelo FMI. Os esforços para a implantação das medidas de ajuste econômico resultaram na

queda do PIB real, sem que o governo conseguisse cumprir com as metas acertadas. De acordo com Baer (2002, p. 124), “o impacto líquido causado pelo programa de ajuste foi a transferência de recursos para o exterior em 1983 e 1984, que chegaram a 5% do PIB”. Além disso, segundo esse mesmo autor, a despeito do elevado superávit na balança comercial apresentado a partir de 1983 – devido ao aumento das exportações e a queda no volume de importações, ocasionado pela recessão e pelo impacto tardio do programa de substituição de importações -, os credores internacionais não se mostraram dispostos a reduzir os spreads sobre a Libor ou a facilitar a rolagem das dívidas, dado a falta de convergência entre os resultados e as metas do programa de ajuste econômico.

O cumprimento do serviço da dívida a partir de 1983 - cujo montante dos vencimentos de curto prazo apresentavam expressiva elevação após as operações utilizadas para fechar o balanço de pagamentos de 1982 - foi possível, devido a mudanças no cenário econômico, tanto interno, quanto externo. Segundo Baer (2002), após a maxidesvalorização cambial de fevereiro de 1983, resultante de um ataque especulativo sobre a moeda doméstica, e as sucessivas minidesvalorizações que a seguiram, o Brasil passou a gozar de uma condição externa relativamente confortável, com expansão acentuada das exportações, que foram beneficiadas também pela recuperação da economia americana no primeiro semestre de 1984, e pela desvalorização do dólar em relação às moedas de alguns parceiros comerciais do Brasil. Contribuíram também para a melhora nas contas externas, a queda das taxas de juros internacionais, que aliviaram o serviço da dívida, e a redução do preço internacional do petróleo, que somado a recessão na economia doméstica, contribuiu para manter as importações em patamares relativamente baixos. Tal conjunção de fatores, de acordo com Baer (2002), possibilitou, inclusive, o acúmulo de US\$ 11 bilhões em reservas internacionais, após a melhora do cenário econômico a partir do início de 1983.

Devido ao crescimento das exportações, a economia brasileira conseguiu superar a recessão e apresentar considerável crescimento a partir de 1984, conforme destaca Baer (2002, p. 124);

a economia se recuperou em 1984, quando o PIB cresceu 4,5% e continuou a se expandir em 1985 a uma taxa de 8,3%. Essa recuperação estava ligada a um aumento exemplar das exportações, de US\$ 21,9 bilhões em 1983 para US\$ 27 bilhões em 1984. O significativo desempenho de crescimento em 1985, por sua vez, estava associado à pronunciada expansão das vendas internas, que foram resultado de uma

política salarial incentivadora adotada pelo novo governo civil do presidente Sarney, iniciada em março de 1985.

Os expressivos superávits comerciais, cuja expansão das exportações contribuiu para o crescimento do PIB até 1986, fizeram com que o Brasil conseguisse honrar com o pagamento dos juros da dívida externa no período, sem que houvesse a absorção de novos empréstimos, cuja liberação encontrava-se muito difícil, principalmente após o desenquadramento do país em relação ao programa de crédito do FMI, no final de 1984. Segundo Baer (2002), o não cumprimento das medidas determinadas pelo Fundo resultou em impedimentos a negociação de novos créditos com os bancos comerciais em 1985 e 1986, sendo efetivado somente, em março de 1986, o re-escalamento dos vencimentos de 1985 e a rolagem dos vencimentos de 1986 para 1987. Ainda de acordo com Baer (2002), o distanciamento do governo em relação ao FMI trouxe problemas também ao relacionamento com o Clube de Paris, um importante grupo de países credores do Brasil, cujo pagamento dos juros de seus créditos foi suspenso pelo governo brasileiro de junho de 1984 a abril de 1985, diante da recusa desse grupo em atender as exigências de re-escalamento impostas pelo governo brasileiro, sem que esse estivesse em conformidade com as normas do FMI. Tal litígio só foi resolvido, a partir da retomada do pagamento dos juros pelo Brasil em maio de 1986, e depois de um acordo de re-escalamento em janeiro de 1987, onde o governo brasileiro comprometeu-se de reatar suas relações com o Fundo.

A melhora nas condições de solvência do país durante esse período, mesmo com a combinação perversa de elevado estoque da dívida e taxas de juros reais em patamares excessivamente altos, fez do país um exportador líquido de recursos financeiros, contrastando com sua condição, até então, de receptor desses recursos. Segundo Langoni (1985, p. 52), “em 1984, ano em que as exportações brasileiras tiveram desempenho excepcional, o pagamento líquido de juros atingiu cerca de US\$ 10,6 bilhões, representando 39% das receitas geradas no exterior”.

A condição externa relativamente confortável que vinha dispor o Brasil, a partir de 1983, teve seu fim na segunda metade de 1986. De acordo com Batista Jr. (1988, p. 21),

a partir de setembro de 1986, os saldos mensais da balança comercial, que vinham se mantendo geralmente acima de US\$ 1 bilhão desde 1984, haviam sofrido drástica redução. De uma média mensal de US\$ 1 bilhão de janeiro a agosto, o superávit

comercial se reduzia a US\$ 544 milhões em setembro e transformara-se em um déficit médio de US\$ 108 milhões no último trimestre do ano.

Para prejudicar ainda mais a situação, de acordo com Baer (2002), a conta de capital brasileira, que vinha apresentando um comportamento estável durante 1985, passou a apresentar um desempenho extremamente ruim a partir do primeiro semestre de 1986, ocasionado pela queda acentuada do investimento estrangeiro direto líquido, de R\$ 800 milhões anuais para aproximadamente zero ainda na primeira metade do ano, tornando-se negativo já no segundo semestre. O déficit na conta de capital, somado ao déficit da balança comercial, e ao elevado numerário transferido ao exterior sobre a forma de juros, ocasionou a queda acentuada dos níveis de reservas internacionais. Segundo Batista Jr. (1988, p. 23), “as reservas internacionais no Banco Central, no conceito de caixa, que vinham se situando acima de US\$ 7 bilhões desde 1984, caíram para US\$ 6,8 bilhões em setembro de 1986 e para US\$ 4,6 bilhões em dezembro”.

Após fechar um acordo de re-escalonamento da dívida com o Clube de Paris em janeiro de 1987, o governo brasileiro, diante da situação deplorável de suas contas externas, optou por suspender, em fevereiro do mesmo ano, o pagamento dos juros da dívida externa aos bancos comerciais, como meio de preservar suas reservas. Para Meyer (1991 apud BELLUZZO e BATISTA JR., 1992, p. 60),

[...] quando o Brasil assinou o acordo com o Clube de Paris em 21 de janeiro de 1987, o Ministério da Fazenda já se preparava para a suspensão unilateral dos pagamentos de juros da dívida externa de médio e longo prazos com os bancos comerciais. Nessas condições, o acordo com o Clube obedecia à estratégia de isolar os bancos comerciais e reduzir as tensões com outros credores.

De acordo com o relatório anual do Banco Central (1988), a suspensão do pagamento dos juros da dívida aos bancos comerciais fez com que o montante das obrigações de curto prazo do país subisse 59,8% em 1987. Nesse mesmo período, a desvalorização do dólar frente às demais moedas contribuiu para o crescimento da dívida de longo prazo, proporcionando um incremento de aproximadamente US\$ 6,7 bilhões ao saldo da dívida externa brasileira. Apesar da suspensão do pagamento dos juros aos bancos, e da persistente escalada da dívida externa, o país, segundo dados do Banco Central (1988), manteve-se como exportador líquido de

capitais em 1987, com US\$ 4,2 bilhões de amortizações pagas, contra um ingresso de empréstimos de longo prazo de US\$ 3,3 bilhões.

A suspensão do pagamento dos juros aos bancos, somado ao bom desempenho das exportações, fez com que houvesse uma melhora em alguns indicadores da dívida externa em 1987, representado principalmente pela redução na relação; dívida sobre exportações, além da queda do nível de endividamento externo em relação ao PIB. Segundo o Banco Central (1988), o pagamento do serviço da dívida representou 37% das receitas com exportações no referido ano, contra um percentual de 61% em 1986. Já o nível de endividamento externo em relação ao PIB, caiu de 39% em 1986, para 37% em 1987.

Diante das dificuldades criadas com a comunidade financeira internacional após a suspensão dos pagamentos em fevereiro, o governo resolveu, em setembro do mesmo ano, buscar entendimento com os credores. Segundo Cerqueira (1996, p. 42),

em setembro de 1987, o então ministro da Fazenda, Luiz Carlos Bresser Pereira – que assumiu a pasta pelo período de abril a dezembro de 1987 – tentou abrir entendimentos com os credores internacionais lançando, pela primeira vez, a idéia de securitização da dívida externa, envolvendo a troca da dívida velha por bônus com prazos longos de vencimentos e taxas de juros em conformidade com a capacidade de pagamento do país.

Tal idéia, de acordo com esse mesmo autor, foi considerada despropositada na época, não chegando a ser examinada pelos credores.

Após o fracasso dessa primeira tentativa de negociação depois da declaração de moratória, o governo brasileiro buscou novamente aproximar-se dos credores internacionais, em outubro. Segundo Cerqueira (1996), nessa nova rodada de negociações, o Comitê Assessor de Bancos entendeu que um acordo só seria possível caso houvesse medidas mais realistas em relação às partes envolvidas, e que contasse nas negociações com recursos provenientes de outras fontes, como o Clube de Paris e organismos multilaterais.

De acordo com o relatório anual do Banco Central (1988, p. 125),

em 11 de novembro de 1987 o Brasil e o comitê assessor dos bancos firmaram acordo sobre um financiamento interino, para pagamento dos juros mantidos em depósito durante 1987, no valor estimado de US\$ 4,5 bilhões. O acordo estabelecia que os bancos estrangeiros fariam um empréstimo ponte de US\$ 3 bilhões e que o Brasil participaria com US\$ 1,5 bilhão.

Segundo Cerqueira (1996), o acordo firmado pelo Brasil em fins de 1987 teve como variável facilitadora, a possibilidade de um rebaixamento na classificação dos créditos do Brasil nas carteiras dos bancos estrangeiros, caso não fosse dada uma solução para a crise. Tal reclassificação geraria prejuízo a essas instituições financeiras, e dificuldades para o país obter novos empréstimos.

Segundo dados do Banco Central (1988), para o pagamento parcial dos juros vencidos no último trimestre de 1987, o Brasil desembolsou US\$ 358 milhões em dezembro do mesmo ano, e US\$ 205 milhões em janeiro de 1988, enquanto os bancos credores liberaram US\$ 715 milhões, e US\$ 240 milhões, respectivamente.

Os US\$ 3 bilhões concedidos como empréstimo ponte, segundo Cerqueira (1996), seriam desembolsados em três parcelas, sendo as duas primeiras liberadas em dezembro de 1987 e janeiro de 1988, conforme já citadas nesse trabalho, que perfazem o valor de US\$ 955 milhões. A última, e bem mais expressiva cifra, superior a US\$ 2 bilhões, seria liberada no final de outubro de 1988, data da efetividade do acordo de médio e longo prazo.

De acordo com o relatório anual do Banco Central (1990), em 22 de setembro de 1988 o governo brasileiro assinou um acordo de refinanciamento do principal da dívida com os bancos internacionais, no valor de US\$ 60,6 bilhões, correspondendo a vencimentos entre 1987 e 1993, incluindo também empréstimos com vencimentos de 1986, além de US\$ 5,2 bilhões correspondentes a recursos novos. Para os US\$ 60,6 bilhões, ficou acertado um prazo de pagamento de vinte anos, com oito de carência. Já para os US\$ 5,2 bilhões, foi dado um prazo de pagamento de doze anos, com cinco de carência, sendo que, destes, só foram desembolsados efetivamente US\$ 4,6 bilhões.

Segundo o Banco Central (1990), o acordo assinado com os bancos internacionais em setembro de 1988, contribuiu também, para reduzir os custos da dívida externa brasileira, na medida em que houve a substituição da taxa “prime rate”, mais elevada, pela Libor, além da redução do “spread”, que passou a ser aplicado sobre a dívida depositada no Banco Central a partir do início de janeiro de 1988 e sobre o restante da dívida do setor público a partir de primeiro de janeiro de 1989. Para Cerqueira (1996, p. 57), “o mecanismo adotado [no acordo] representou uma economia de divisas da ordem de US\$ 102,0 milhões para o ano de 1988, US\$ 1.584,0 milhões para o período até 1993 e US\$ 3.285,0 milhões, se considerado o prazo de vigência do contrato”.

O comportamento ascendente da dívida externa brasileira, apresentado desde o começo da década de 70, teve uma reversão de sinal no período compreendido entre 1988 e 1991 (figura 1). Nessa ocasião, fatores como a redução no custo da dívida, conversão de parte do passivo externo em investimentos, além da efetuação de pagamentos, contribuíram para a queda no nível de endividamento externo brasileiro. Segundo Cerqueira (1996), a sistemática adotada nas negociações da dívida externa brasileira a partir de 1988, que levou a redução dos custos da dívida, contribuiu de maneira expressiva, não somente para reduzir o volume das transferências de recursos ao exterior, mas também, para a redução da dívida externa do setor público consolidado. Ainda de acordo com esse mesmo autor, em março de 1989, os credores permitiram a conversão em investimentos, de US\$ 1,8 bilhão depositado no Banco Central para o pagamento de dívidas, respeitando tetos mensais de US\$ 50 milhões, durante 36 meses, a partir de setembro de 1990.

Além de fatores coadjuvantes, como a redução do custo da dívida e as conversões de passivos externos em investimentos, a queda no endividamento externo, de 1988 a 1991, foi proporcionada pelo fluxo líquido negativo de recursos, onde as amortizações estiveram em níveis superiores ao parco ingresso de novos recursos. De acordo com relatório anual do Banco Central (1992, p. 113), “no período 1986-91, as transferências líquidas de capitais somaram US\$ 50,2 bilhões. Para uma entrada de recursos de US\$ 26,6 bilhões foram pagos como amortizações e juros o total de US\$ 76,8 bilhões”.

Apesar da queda no nível de endividamento externo brasileiro, a situação de solvência do governo não melhorou nesse período. Segundo Cerqueira (1996, p. 62),

as reestruturações levadas a termo em fases anteriores, resultaram numa grande concentração da dívida externa no setor público, mais especificamente no Banco Central, em razão de os acordos até então firmados estabelecerem a obrigatoriedade de depósito naquele órgão das obrigações devidas por tomadores brasileiros, no período.

Dado os problemas fiscais e de preservação das reservas nacionais, Cerqueira (1996) destaca que, em 11 de outubro de 1990, o governo brasileiro tornou a procurar os credores internacionais para mais uma rodada de negociações, lhes apresentado uma proposta baseada na capacidade fiscal de pagamento, onde se buscava compatibilizar as remessas para o exterior com a capacidade do governo de gerar tais recursos.

Apesar dos esforços, as propostas apresentadas pelo governo brasileiro - que se constituíam de medidas como securitização da dívida, exclusão da dívida do setor privado da reestruturação, entre outras - não foram aceitas pelos credores. Um acordo só foi selado em 8 de abril de 1991, abrangendo a regularização dos juros devidos e não remetidos ao exterior no biênio 89/90. Segundo Cerqueira (1996, p. 64), “o acordo firmado com os credores privados externos previu o pagamento parcelado em dinheiro de até 25% do total devido, observando um limite de US\$ 2 bilhões, sendo o montante restante, no valor de US\$ 7,1 bilhões, trocado por bônus [com vencimento em 01/01/2001]”. De acordo com o mesmo autor, o parcelamento em dinheiro tinha como objetivo aliviar a pressão sobre as reservas internacionais do país, haja vista que o desembolso inicial não seria superior a US\$ 900 milhões.

Após quatro anos de queda, a dívida externa voltou a apresentar elevação a partir de 1992. Segundo relatório anual do Banco Central (1993), em 1992 houve um aumento de 19% na dívida registrada. Esse incremento deveu-se ao ingresso de novos recursos através da emissão de títulos no mercado financeiro internacional, assim como a renegociação de valores em atraso junto ao Clube de Paris e a emissão de bônus referentes a juros bancários atrasados no biênio 1989-90.

Em 1993, a dívida externa voltou a apresentar crescimento em relação ao ano anterior, com incremento de 7,1%. Segundo o relatório anual do Banco Central (1994), o aumento do endividamento externo em 1993 deveu-se a melhora no relacionamento do Brasil com o exterior, o que levou ao crescimento do volume de captações externas. Nesse período, as mudanças ocorridas no mercado financeiro internacional, somadas as medidas de ajustamento externo adotadas pelo Brasil, como a liberação e a desregulamentação do regime cambial, tornaram os papéis brasileiros mais atrativos aos investidores, levando a queda nos custos médios de captação, que passaram de 11,38% no final de 1992 para 9,92% em fins de 1993. Além disso, ainda de acordo com o relatório anual do Banco Central (1994, p.116),

a continuidade do processo de renegociação da dívida com os bancos credores e o elevado diferencial entre as taxas de juros internas e externas podem ser mencionados como os principais fatores responsáveis pelo crescimento de 30% nos empréstimos e financiamentos ingressados no Brasil em 1993.

O bom nível de liquidez internacional apresentado em 1993 fez com que as instituições bancárias e empresas do setor produtivo aumentassem a colocação de seus títulos no mercado

externo, onde se podia contar com taxas mais atrativas e uma maior diversificação dos instrumentos de captação oferecidos. Desta forma, viu-se nesse período, uma elevação da participação dos empréstimos em moeda no total da dívida, que passou de 55% em 1992, para 59% em 1993, segundo relatório do Banco Central desse último ano. Ainda de acordo com o Banco Central (1994), houve em 1993 um crescimento da participação do setor privado no total da dívida, que passou de 20% em 1992 para 26% em 1993, enquanto a participação do setor público recuou em 5,9%, contrariando a tendência que vinha se apresentando há alguns anos.

Segundo o relatório anual do Banco Central referente a 1994, em 15 de abril deste referido ano, o governo brasileiro concluiu um acordo de renegociação da dívida externa, no valor de US\$ 46,7 bilhões, nos moldes do Plano Brady, através da emissão de diversos bônus, mais o ingresso de US\$ 352 milhões em recursos novos. O acordo com os bancos credores internacionais, de acordo com o Banco Central (1995), levou a redução de 3,9 bilhões no estoque da dívida externa, através da emissão de bônus de desconto – US\$ 11,2 bilhões, com desconto de 35% -. Além disso, o acordo contribuiu também para uma redução adicional de aproximadamente US\$ 4 bilhões no serviço da dívida, considerando-se em valor presente os pagamentos efetuados ao longo dos próximos 30 anos.

A queda de 3,9 bilhões no estoque da dívida, propiciada pelo acordo, assim como a redução de aproximadamente US\$ 4 bilhões em seu serviço, não foram suficientes para evitar o crescimento de 1,8% na dívida externa em 1994, na comparação com o ano anterior.

Apesar da queda da liquidez do mercado internacional em 1994, que se refletiu em custos de captação mais elevados, passando de 9,92% em 1993 para 11,87% no ano seguinte, o ingresso de capitais no país manteve-se bastante elevado com a colocação de títulos no mercado internacional, contribuindo para o crescimento da dívida externa em 1994, segundo informações contidas no balanço anual do Banco Central (1995). Além disso, a desvalorização da moeda norte-americana em relação às demais moedas foi mais um fator de pressão sobre os níveis de endividamento externo.

A colocação de títulos no mercado internacional, que já havia contribuído para o aumento do endividamento externo nos anos de 1993 e 1994, teve participação expressiva no crescimento da dívida externa em 1995. Segundo o relatório anual do Banco Central (1996), as captações externas, que se encontravam fracas durante o primeiro trimestre de 1995 devido

à crise da economia mexicana, apresentaram forte expansão a partir do segundo semestre, em virtude das menores restrições a entrada de capitais estrangeiros, assim como a diferença favorável entre as taxas de juros domésticas e externas, além dos bons resultados alcançados no combate a inflação através do Plano Real, aumentando o otimismo em relação à economia brasileira.

A melhora na percepção de risco em relação ao Brasil, somado aos melhores níveis de taxas de juros internacionais, reduziram o custo global de captação de 11,9% no final de 1994, para 10,9% em igual período de 1995, estimulando inclusive o governo a trocar parte da dívida mobiliária interna por dívida externa, através da emissão no exterior – já autorizada pelo Senado Federal em 1994 - de até US\$ 2 bilhões em títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional, segundo dados do Banco Central presentes em seu relatório anual referente a 1995. Apesar dos US\$ 2 bilhões, dado as condições favoráveis, o Senado Federal autorizou, em novembro de 1995, a colocação no exterior de mais US\$ 5 bilhões em títulos, além de modificações nas regras para efetivar as captações.

Segundo o Banco Central (1996), em junho de 1995, a dívida externa já apresentava crescimento de 6% em relação ao saldo do final de 1994, atingindo a cifra de US\$ 157,1 bilhões. Para esse resultado, além da expansão das emissões externas, contribuíram também, a desvalorização do dólar em relação às demais moedas e o crescimento das linhas de crédito destinadas ao comércio, que totalizaram US\$ 28,3 bilhões somente no primeiro semestre.

As emissões continuaram a pressionar o crescimento da dívida externa ao longo de 1996. Segundo o relatório anual do Banco Central (1997, p. 132),

[...] no primeiro semestre foram feitas diversas colocações: 30 bilhões de ienes em março, à taxa de 5,5% ao ano e prazo de 5 anos; 12 bilhões de escudos em maio, tendo como taxa de juros a Libor mais 240 pontos básicos e prazo de 3 anos; e 100 milhões de libras em junho, com vencimento em 1999 e cupom de 9,75% ao ano. No segundo semestre ocorreu emissão do global bonds de 5 anos, no valor de US\$ 750 milhões e spread de 265 pontos básicos acima da taxa de retorno dos títulos do tesouro americano de igual prazo.

As colocações de títulos brasileiros no mercado internacional mantiveram-se elevadas em 1996, graças aos baixos custos de captação que prevaleceram na época, com spreads significativamente inferiores aos praticados nas primeiras emissões do país – onde esses se situavam em torno de 400 pontos básicos para um prazo de 2 a 3 anos.

Quanto à taxa de câmbio, ao contrário do que ocorreu em 1995, o dólar valorizou-se em relação às demais moedas dos países credores, contribuindo para reduzir os níveis de endividamento externo, porém, em patamar insuficiente para evitar o crescimento no estoque da dívida, dado o volume elevado de emissões. Segundo o Banco Central (1997), em junho de 1996, a dívida externa total apresentava um crescimento de 4,7% em relação ao saldo do final de 1995. Nesse mesmo período, a valorização da moeda norte-americana contribuiu para a redução de aproximadamente US\$ 1,2 bilhão na dívida externa denominada em outras moedas.

Segundo relatório anual do Banco Central (1998), em 1997, a dívida externa manteve sua trajetória ascendente, com crescimento de 7,6% em relação ao ano anterior, apresentando expansão mais acentuada da dívida de médio e longo prazo, com incremento de 11,5%, enquanto o passivo de curto prazo sofreu queda de 6,7%. Para o crescimento da dívida de médio e longo prazo, contribuíram os ingressos de recursos sob a forma de empréstimos em moedas e novos financiamentos, assim como a continuação das emissões externas. Quanto à redução na dívida de curto prazo, essa foi consequência da queda nas linhas de crédito ao comércio exterior, que encolheram 13,4% no período. Vale lembrar que, apesar da expansão da dívida, o câmbio contribuiu para a redução de US\$ 3,3 bilhões no passivo externo, dado a valorização do dólar sobre as demais moedas.

Em 1998, o governo brasileiro realizou, no primeiro semestre, quatro emissões de bônus, totalizando US\$ 2,71 bilhões. Após essas captações, as condições favoráveis para a obtenção de recursos externos, que vigoravam desde 1992, deram lugar à liquidez internacional restrita a partir de agosto, devido à declaração de moratória da Rússia, que levou instabilidade ao mercado financeiro internacional e aumentou a percepção de risco sobre os países emergentes. Segundo relatório anual do Banco Central (1999), a redução acentuada nas fontes de financiamento externo que vinham sendo utilizadas para cobrir o déficit em conta corrente levou a uma queda de US\$ 21,5 bilhões nas reservas internacionais em setembro, fazendo com que o governo brasileiro procurasse imediatamente o Fundo Monetário Internacional para angariar recursos junto à instituição - assim como provenientes de outros organismos internacionais -, com o objetivo de elevar os níveis de reservas a patamares satisfatórios, que pudessem recuperar a confiança dos investidores internacionais na economia brasileira.

Em dezembro de 1998, após uma série de medidas de austeridade fiscal anunciadas em outubro, o governo brasileiro obteve a primeira parcela de um programa de auxílio internacional, no valor de US\$ 9,32 bilhões. Esses recursos, incorporados à dívida externa total, que cresceu aproximadamente 17,5% em 1998, foram concedidos, segundo relatório anual do Banco Central (1999, p. 144), nas seguintes condições:

US\$ 759 milhões do Fundo Monetário Internacional [...] remunerados de acordo com a taxa de juros do Direito Especial de Saque (unidade de conta utilizada pelo FMI, baseada numa cesta de moedas) e carência de 3 1/4 anos; US\$ 4,02 bilhões do FMI [...] com taxa de remuneração composta pela taxa de juros do DES acrescida de 300 pontos básicos durante o primeiro ano e, após esse período, mais 50 pontos básicos ao semestre até o teto de 500 pontos básicos, e amortizações em duas parcelas, com vencimento em 12 e 18 meses, prorrogável por mais 12 meses; US\$ 415 bilhões, provenientes do BIS, com remuneração pela Libor de seis meses acrescida de 460 pontos básicos, amortizações pagas seis meses após o empréstimo e com possibilidade de sucessivas prorrogações de 6 meses, até que ocorra a data do último vencimento do empréstimo [...], havendo acréscimo de 50 pontos básicos, a cada prorrogação de 6 meses, até o teto de 560 pontos básicos; US\$ 390 milhões do Bank of Japan (Boj) [...] à taxa composta por Libor de um mês acrescida de 560 pontos básicos, e amortização idêntica à definida no empréstimo concedido pelo BIS.

O crescimento do passivo externo em 1998, assim como no ano anterior, deveu-se a expansão acentuada da dívida de médio e longo prazo, enquanto os compromissos de curto prazo novamente apresentaram retração. De acordo com o Banco Central (1999), a dívida de médio e longo prazo passou de US\$ 163,3 bilhões em 1997 para US\$ 210,5 bilhões em 1998, um aumento de 28,9%, enquanto o passivo externo de curto prazo reduziu-se em 32,9%, ao passar de US\$ 36,7 bilhões para US\$ 24,6 bilhões durante o mesmo período, devido à redução de US\$ 8 bilhões na dívida dos bancos comerciais, e de US\$ 2,8 bilhões na dívida referente a financiamentos rurais.

A dívida externa entrou em uma nova fase a partir de 1999. No período compreendido entre essa data e o ano de 2005 houve uma melhora considerável nos níveis de endividamento externo da economia brasileira, observado pela queda de 30,22% no total da dívida, entre os fechamentos de 1998 e 2005 (figura 1).

A reversão de sinal no comportamento da dívida externa, apresentada de forma ainda tímida a partir de 1999, intensificou-se em 2001, quando o passivo externo brasileiro fechou aquele ano com queda de 10,53% em seu montante, na comparação com o exercício anterior. Após apresentar variação inexpressiva em 1999, a dívida externa reduziu-se em 1,73% em

2000, com uma queda de US\$ 3,79 bilhões, sendo boa parte dessa cifra decorrente de alterações nas paridades cambiais, que contribuíram com US\$ 2,70 bilhões para o resultado, dado, principalmente, a valorização do Dólar frente ao Euro, segundo o relatório anual do Banco Central (2001). Quanto à expressiva queda no endividamento externo em 2001, de acordo com o relatório anual do Banco Central (2002), esta foi decorrente de uma conjunção de fatores, tais como a troca de títulos da dívida externa por títulos da dívida interna, conversão de parte da dívida em investimentos diretos, alterações nas paridades cambiais, além da recompra de títulos e amortizações efetuadas.

Após a forte queda experimentada em 2001, a dívida externa brasileira voltou a apresentar pequena elevação nos anos de 2002 e 2003, com incremento de 1,49% e 2,31%, respectivamente, na comparação com os exercícios imediatamente anteriores. Segundo o relatório anual do Banco Central (2003), em setembro de 2002, a dívida externa total apresentava um aumento de US\$ 2,9 bilhões em relação ao montante alcançado em dezembro de 2001, com um acréscimo de US\$ 5,7 bilhões a dívida de médio e longo prazo, impulsionada, em sua maioria, por desembolsos efetuados pelo FMI, enquanto a dívida de curto prazo apontou uma redução de US\$ 2,7 bilhões.

Segundo relatório anual do Banco Central (2004), em 2003, assim como havia ocorrido no ano anterior, o crescimento da dívida externa total, cujo incremento foi de US\$ 4,2 bilhões, deveu-se a expansão da dívida de médio e longo prazo, que apresentou crescimento de US\$ 7,4 bilhões, enquanto a dívida de curto prazo novamente apresentou retração, reduzindo-se em US\$ 3,2 bilhões. Dado o aumento de US\$ 7,5 bilhões em relação ao saldo apresentado em dezembro de 2002, o passivo com o FMI foi o maior responsável pelo crescimento da dívida externa em 2003, assim como havia sido em 2002, de acordo com o Banco Central.

Em 2004, a dívida externa brasileira voltou a apresentar expressiva queda, com variação de -7,36% em seu montante, algo próximo de US\$ 14 bilhões, segundo relatório anual do Banco Central (2005). De acordo com os dados apresentados por essa instituição, a queda no endividamento externo deu-se tanto na dívida de médio e longo prazo, quanto na de curto prazo, apresentando reduções de US\$ 12,1 bilhões e US\$ 1,5 bilhão, respectivamente. Ainda de acordo com o Banco Central (2005), para a queda na dívida externa total, contribuíram de forma decisiva: as reduções nos financiamentos de comércio, queda de US\$

5,3 bilhões; o abatimento de US\$ 3,3 bilhões no passivo junto ao FMI, decorrente de amortizações efetuadas; e a redução de US\$ 2,1 bilhões nas operações de empréstimo da dívida de curto prazo.

Do período compreendido entre os anos de 1999 e 2005, o último exercício foi o que apresentou a maior queda no endividamento externo brasileiro, quase US\$ 32 bilhões, com uma variação de -17,06% sobre o fechamento do ano anterior. Segundo o relatório anual do Banco Central (2006), a queda experimentada na dívida em 2005 concentrou-se nos compromissos de médio e longo prazo, tendo o montante do passivo de curto prazo permanecido nos mesmos níveis do ano anterior. A redução no endividamento externo deveu-se, em grande maioria, mais de dois terços do total, a liquidação de todo o passivo existente junto ao FMI, totalizando mais de US\$ 23 bilhões em amortizações. No mesmo período, destacou-se também na redução da dívida de médio e longo prazo, a queda de US\$ 3,8 bilhões no estoque de empréstimos em moeda e de US\$ 3,7 bilhões no volume dos financiamentos de comércio.

A expressiva queda na dívida externa em 2005, assim como o aumento no valor em dólares, tanto das exportações, quanto do PIB, levou a uma melhora considerável nos indicadores de solvência externa do Brasil. Essa notável evolução é destacada pelo Banco Central em seu relatório anual (2006, p. 68);

devido ao aumento de 31,1% do PIB em dólares e à redução de 15,9% da dívida externa total entre dezembro de 2004 e dezembro de 2005, a dívida externa total em relação ao PIB recuou de 33,3% para 21,4%. Apesar da elevação do serviço da dívida verificada no período, a relação entre o serviço da dívida e o PIB reduziu-se de 8,6% para 8,4%. O indicador da dívida externa total em relação às exportações apresentou melhora significativa, passando de 209% para 143%. A dívida total líquida de ativos, que em dezembro de 2004 representava 141% do valor da receita de exportações dos últimos doze meses, atingiu 85,4% em dezembro de 2005, enquanto, em percentagem do PIB, passou de 22,5% para 12,8%.

Vale destacar que, com a contribuição das ações oficiais, como à busca de novos mercados - já observados em 2004 -, as exportações bateram recorde anual em 2005, ao atingir a cifra de US\$ 44,8 bilhões, com crescimento de 33% em relação ao saldo apresentado no ano anterior, segundo informações disponibilizadas pelo Banco Central (2006).

CAPÍTULO V

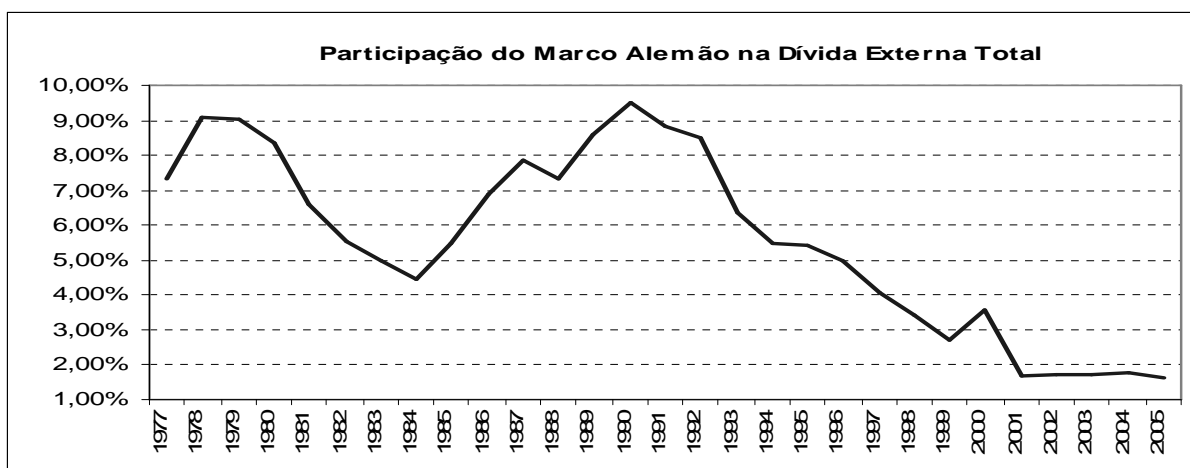
5 A INFLUÊNCIA DAS TAXAS DE CÂMBIO SOBRE A DÍVIDA EXTERNA DENOMINADA EM DÓLARES

Após a abordagem dos diferentes fatores que determinaram o rumo da dívida externa brasileira, principalmente entre os anos de 1977 e 2005, será estudado nesse capítulo o efeito, sobre o montante da dívida externa denominada em dólares, das variações na taxa de câmbio entre as principais moedas que compõem o passivo externo brasileiro e o dólar americano.

5.1 MARCO ALEMÃO

De 1977 a 2005, o passivo em marco alemão teve uma participação média de 5,62% no montante da dívida externa brasileira. Durante esses anos, a moeda alemã apresentou participação acima de sua média nos períodos de 1977 a 1981 e de 1986 a 1993. A participação do marco alemão na dívida externa total pode ser vista no gráfico a seguir:

Figura 2 – Participação do Marco Alemão na Dívida Externa Total Expressa em Dólares

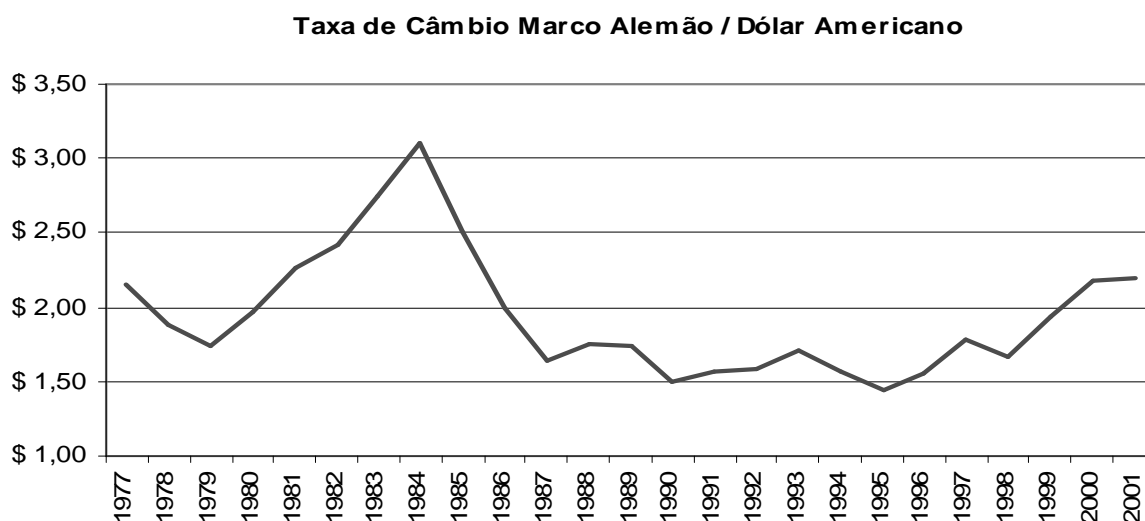


Fonte: Banco Central do Brasil

De 1977 para 1978, observou-se um expressivo aumento de 1,75 ponto percentual na participação do marco alemão no montante da dívida externa total denominada em dólares, que passou de US\$ 2.344,30 milhões para US\$ 3.943,20 milhões. Apesar da queda de 12,61% na taxa de câmbio Marco alemão/Dólar experimentada em 1978, o aumento de US\$ 1.598,90 milhão na dívida em marco alemão no período é pouco explicado pela variação cambial, haja vista que se considerarmos a taxa de câmbio de fins de 1978 sobre o passivo em marco alemão do fechamento de 1977, teríamos um acréscimo à dívida de pouco mais de US\$ 300 milhões, o que denota um grande crescimento na contratação de novas obrigações externas em moeda alemã.

Em 1979, a moeda alemã voltou a valorizar-se em relação à moeda norte-americana, consubstanciada por uma variação negativa na taxa de câmbio Marco alemão/Dólar de 7,75%. Ao contrário do que havia ocorrido no ano anterior, nesse exercício a participação do marco alemão no montante da dívida externa denominada em dólares não apresentou variação relevante, e mais de 50% do crescimento da dívida em marco, que apresentou incremento de US\$ 560,30 milhões, foi decorrente da variação cambial.

Figura 3 – Cotações: Marco Alemão / Dólar Americano



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis

Através das cotações disponibilizadas pelo Banco Central Americano (2007), podemos observar que de 1980 até 1984 há uma inversão de sinal na taxa de câmbio Marco alemão/Dólar, onde a moeda alemã passa a apresentar expressiva desvalorização em relação à moeda americana, oscilando no sentido oposto ao apresentado nos anos imediatamente anteriores (figura 3). Apesar da forte valorização na taxa de câmbio Marco alemão/Dólar, vista a partir de 1980, o quinquênio 80/84 apresentou comportamentos distintos em relação à participação do marco alemão na dívida externa denominada em dólares. Em 1980, dada à valorização de 13,60% no câmbio, seria esperada uma queda superior a US\$ 500 milhões na dívida em marco alemão, haja vista que no fechamento do ano anterior seu montante encontrava-se em US\$ 4.503,50 milhões, de acordo com o Banco Central do Brasil (2006). No entanto, viu-se nesse período, uma queda de pouco mais de US\$ 7 milhões no montante da dívida em marco alemão, o que demonstra a opção do governo brasileiro em aproveitar o momento de queda relativa da moeda alemã, e de sua maior liquidez, para absorver mais dívida nessa moeda.

Após apresentar uma queda modesta de 0,67 ponto percentual em 1980, contra uma expressiva valorização no câmbio Marco alemão/Dólar experimentada nesse último ano, a participação da moeda alemã no total da dívida externa denominada em dólares caiu de forma mais contundente em 1981, ao reduzir-se em 1,76 ponto percentual, passando de uma participação de 8,35% para 6,59%. Nesse ano, a taxa de câmbio Marco alemão/Dólar apresentou novamente expressiva valorização, 14,61%, contribuindo integralmente para a queda de US\$ 447 milhões no montante da dívida em marco alemão, sendo que a redução explicada pelo câmbio seria superior a US\$ 500 milhões, o que demonstra novas contratações de dívida em marco, no período.

Em 1982, com uma valorização de 7,15% na taxa de câmbio Marco alemão/Dólar, a participação do marco na dívida externa denominada em dólares voltou a apresentar queda expressiva, passando de 6,59% para 5,55%, sendo que a redução no montante da dívida em marco denominada em dólar apresentou redução de US\$ 155,5 milhões, valor consideravelmente menor do que o explicado pelo câmbio, dado o saldo da dívida em marco de US\$ 4.048,90 milhões apresentado no fechamento de 1981, o que indica a continuidade da absorção de novas dívidas em moeda alemã, tendência que terá sua primeira inversão de sinal somente em 1987.

O peso do marco alemão na dívida externa total denominada em dólares apresentou queda de apenas 0,54 ponto percentual em 1983, a despeito da elevada valorização de 13,67% na taxa de câmbio Marco alemão/Dólar experimentada naquele ano. Considerando-se somente a variação cambial, a queda do montante da dívida em marco, quando calculada em dólares, seria de aproximadamente US\$ 460 milhões, sendo que nesse período viu-se foi um acréscimo da ordem de US\$ 181 milhões ao montante da dívida em marco, denominada em dólares.

A queda de 0,54 ponto percentual na participação do marco alemão na dívida externa total denominada em dólares, apresentada em 1983, repetiu-se em 1984, novamente com expressiva valorização da taxa de câmbio Marco alemão/Dólar, que desta vez foi da ordem de 12,89%. Apesar da forte variação no câmbio, a dívida externa em marco, denominada em dólares, não sofreu alteração relevante no período.

Após a expressiva desvalorização em relação à moeda americana apresentada no quinquênio 80/84, o marco alemão voltou a valorizar-se fortemente em relação ao dólar no triênio 85/87, contribuindo de forma significativa para um aumento de 3,4 pontos percentuais na participação do marco alemão na dívida externa denominada em dólares no período, que passou de um peso de 4,47% em 1984, para uma participação de 7,87% no final de 1987. Nos anos de 1985 e 1986, o acréscimo na dívida em marco alemão, denominado em dólares, foi da ordem de US\$ 1.195,60 milhões e US\$ 1.758,80 milhões, respectivamente, sendo esses valores resultantes, em aproximadamente 80%, da queda apresentada pela taxa de câmbio Marco alemão/Dólar, que apresentou oscilações de -19,08% e -20,87% nos dois anos analisados. Em 1987, a taxa de câmbio marco alemão/Dólar também apresentou significativa deterioração, ao oscilar -17,83%, contribuindo para o aumento de 0,96 pontos percentuais no peso do marco alemão na dívida externa denominada em dólares. Nesse referido ano, a dívida em marco alemão apresentou incremento de US\$ 1.427,20 milhões, valor inferior à cifra determinada pela variação cambial, o que mostra que houve pagamento de dívida em marco no período.

Em 1988, houve uma redução de US\$ 969,50 milhões na dívida externa em marco. Porém, dada a queda apresentada na dívida externa total, o peso da moeda alemã no passivo externo brasileiro, denominado em dólares, caiu apenas 0,56 ponto percentual no referido ano, passando de 7,87% para 7,30%, mesmo com a valorização na taxa de câmbio Marco alemão/Dólar de 7,52%, e como os pagamentos efetuados na dívida em marco no período.

A dívida externa em marco, expressa em dólares, voltou a expandir-se em 1989 e 1990, com acréscimos de US\$ 1.051,40 milhões e US\$ 663,40 milhões, respectivamente, a despeito da queda apresentada na dívida externa total no período. Desta forma, o peso do marco alemão no passivo externo brasileiro aumentou 2,23 pontos percentuais, passando de 7,30% em 1988, para 9,53% em 1990. Apesar do crescimento, tanto absoluto, quanto relativo, da dívida em marco no biênio, esses dois anos apresentaram comportamentos muito distintos no que diz respeito a pagamentos e contratação de novas dívidas em moeda alemã. Enquanto em 1989, a taxa de câmbio Marco alemão/Dólar apresentou variação de -1,06%, em 1990 a oscilação foi muito maior, de -13,79%, o que comparado ao incremento da dívida em marco, denominada em dólares, demonstra que houve uma considerável contratação de novas dívidas em moeda alemã no primeiro ano, enquanto no segundo exercício os pagamentos é que foram expressivos.

No triênio 91/93, a participação do marco alemão na dívida externa total denominada em dólares apresentou queda de 3,2 pontos percentuais, sendo o último ano responsável por mais de dois terços do total. Comparando-se as oscilações cambiais Marco alemão/Dólar de cada um dos exercícios - cujo resultado foi de valorização em todos os três anos, 4,33%, 1,23% e 8,11%, respectivamente -, com as variações no montante da dívida externa em marco, denominada em dólares, podemos observar que enquanto no primeiro ano houve expressivo pagamento da dívida em marco, com seu montante reduzindo-se em US\$ 987,10 milhões - sendo menos que quarenta por cento explicado pela variação cambial -, em 1992, a contratação de novas dívidas em moeda alemã expandiu-se fortemente, gerando um incremento de US\$ 1.204,80 milhões, ou 14,67%, a dívida em marco, contra um crescimento de 19,18% na dívida externa total denominada em dólares. Quanto a 1993, nesse ano viu-se uma forte queda de 23,23% na dívida externa em marco, que passou de US\$ 9.420 milhões em 1992, para US\$ 7.232 milhões no exercício seguinte, sendo algo em torno de apenas US\$ 700 milhões resultante das variações cambiais.

A tendência de queda na participação do marco alemão na dívida externa total denominada em dólares, observado no triênio 91/93, pôde ser vista também nos anos seguintes, até 1999, independente da condição de valorização, ou desvalorização, apresentada pela taxa de câmbio Marco alemão/Dólar.

Em 1994 e 1995, a taxa de câmbio Marco alemão/Dólar apresentou queda superior a 8% nos dois anos, sendo que, devido ao grande volume de pagamento efetuado, a dívida em marco, denominada em dólar, apresentou queda de US\$ 684 milhões no primeiro ano, invertendo a tendência de aumento apresentada pelo câmbio. Já em 1995, apesar de também se ter efetuado pagamentos, a tendência ditada pelo câmbio prevaleceu, levando a um aumento de US\$ 475 milhões na dívida em marco, denominada em dólares, uma variação de 7,25%, contra um acréscimo de 8,06% na dívida externa total.

Após as quedas apresentadas em 1994 e 1995, a taxa de câmbio Marco alemão/Dólar voltou a valorizar-se em 1996 e 1997. Dada essas valorizações, pode-se observar, quando comparadas à variação no montante da dívida em marco, que houve a incorporação de novos empréstimos em moeda alemã. Com uma variação positiva de 7,77%, a taxa de câmbio Marco alemão/Dólar levaria a dívida em marco a uma queda de aproximadamente US\$ 500 milhões em 1996, dado o montante de US\$ 7.023 milhões apresentado pelo total da dívida em marco em fins de 1995. No entanto, viu-se no exercício de 1996, um acréscimo de US\$ 155 milhões na dívida em moeda alemã. Apesar de ter havido a contratação de novos empréstimos também em 1997, nesse ano, ao contrário do ocorrido no ano anterior, a dívida em marco, denominada em dólares, apresentou redução de US\$ 373 milhões, dado a forte alta de 14,58% no câmbio Marco alemão/Dólar no período.

Em 1998, a dívida em marco, denominada em dólar, apresentou crescimento de 10,62%, um incremento de US\$ 722,47 milhões, justificado pela incorporação de novos empréstimos e pela queda de 6,13% na taxa de câmbio Marco alemão/Dólar.

Com valorização de 15,85% na taxa de câmbio Marco alemão/Dólar, mais pagamentos efetuados, a dívida em marco, denominada em dólares, apresentou forte queda de 21,14% em 1999, uma cifra de US\$ 1.591,58 milhões. No ano seguinte, também com forte valorização na taxa de câmbio, 12,55%, a dívida em marco, denominada em dólares, apresentou forte expansão, de 30,08%, ou US\$ 1.785,56 milhões, demonstrando crescimento significativo na contratação de novos compromissos externos em moeda alemã, o que levou a um aumento de 0,88 pontos percentuais na participação do marco na dívida externa total denominada em dólares, passando de 2,71% em 1999, para 3,58% no ano seguinte.

Em 2001 - último ano da série de cotações em marco alemão disponibilizada pelo Banco Central americano -, a participação da moeda alemã na dívida externa total denominada

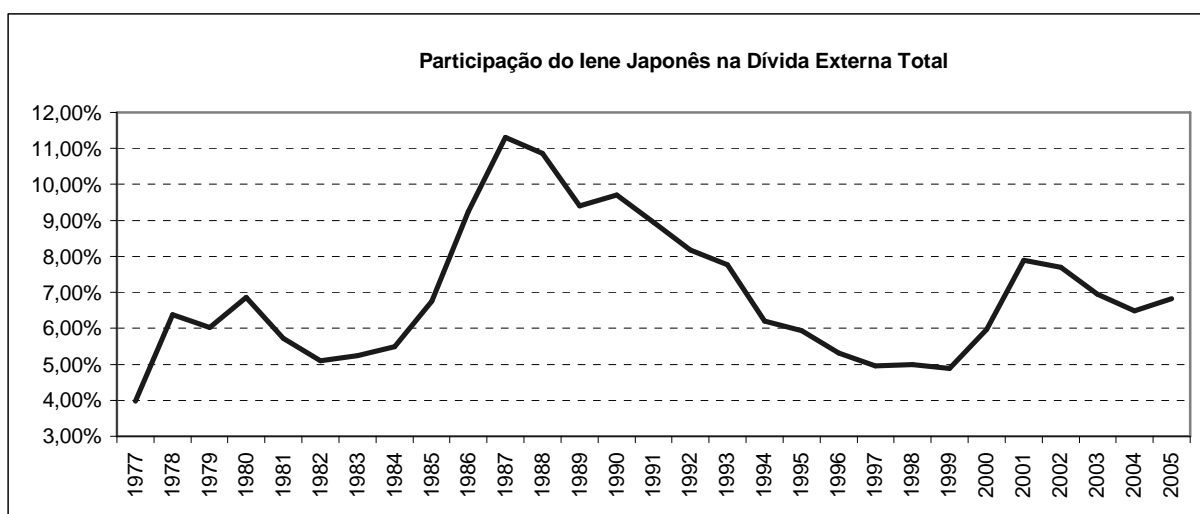
em dólares caiu para 1,69%, com a redução de US\$ 4.455,24 milhões na dívida em marco, queda de 57,70%, contra uma redução de 10,54% na dívida externa total. Considerando-se a valorização de 0,79% na taxa de câmbio Marco alemão/Dólar nesse último ano, pouco mais de 1% do saldo abatido na dívida, em marco, seria decorrente da variação cambial.

Se considerarmos, para todo esse período analisado, somente as variações cambiais Marco alemão/Dólar sobre o saldo da dívida em cada ano – lembrando que fatores como taxas de juros e inflação também são relevantes na determinação dos saldos da dívida -, veremos que a opção por contratar parte da dívida externa em marco alemão não foi atraente quando comparada à contratação em dólar americano, sendo que o câmbio ocasionou um acréscimo adicional de aproximadamente US\$ 400 milhões a dívida externa.

5.2 IENE JAPONÊS

Depois do dólar americano, com participação média de 75,37%, o Iene foi a moeda com maior média de participação na dívida externa brasileira denominada em dólares no período compreendido entre 1977 e 2005, com participação de 6,93%.

Figura 4 – Participação do Iene Japonês na Dívida Externa Total Expressa em Dólares



Fonte: Banco Central do Brasil

De 1977 para 1978, houve expressivo aumento da participação do Iene na dívida externa total, que passou de 3,98% para 6,37%. Nesse período, o incremento a dívida externa em Iene, medido em dólares, foi de mais de 100%, representado por um acréscimo nominal de US\$ 1.497,70 milhões, valor muito superior ao crescimento à dívida exercido pela variação no câmbio Iene japonês/Dólar, que apresentou queda expressiva de 18,70% em 1978.

Em 1979, houve forte inversão na taxa de câmbio Iene japonês/Dólar, com valorização de 22,66%. Apesar da expressiva desvalorização da moeda japonesa em relação à moeda americana, a participação do iene na dívida externa total, calculada em dólares, apresentou redução de apenas 0,35 pontos percentuais, dado a continuidade da contratação de novos empréstimos, vista já em 1978.

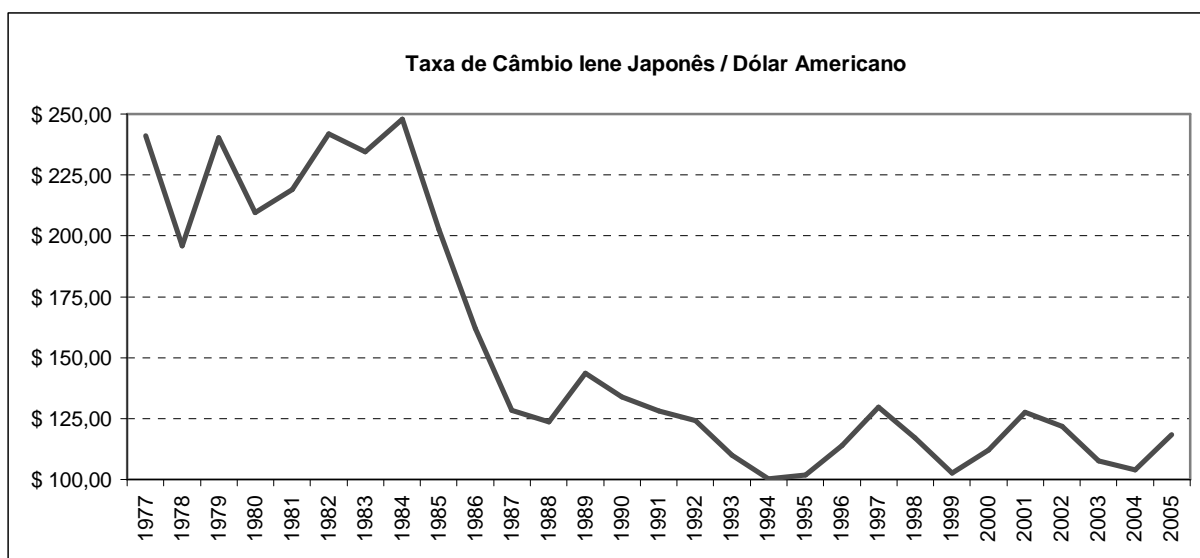
Após a valorização apresentada em 1979, o câmbio Iene japonês/Dólar voltou a depreciar-se em 1980, com variação de -12,85%, contribuindo em mais de 60% para o aumento de US\$ 687,30 milhões a dívida em iene, observada no período. Com o aumento de 22,86% na dívida em moeda japonesa, calculada em dólares, face ao aumento de 7,90% na dívida externa total, a participação do iene no passivo externo brasileiro sofreu um acréscimo de 0,83 ponto percentual, passando de 6,03% no final de 1979 para 6,86% em 1980.

Do fechamento de 1980 para 1981, o peso da dívida em iene na dívida externa total calculada em dólares caiu 1,14 ponto percentual, sendo a valorização cambial Iene japonês/Dólar de 4,52% responsável por mais de 80% da queda de US\$ 184,10 milhões apresentada na dívida em moeda japonesa.

Em 1982, apesar de a valorização cambial Iene japonês/Dólar de 10,50% ter apresentado-se mais significativa, a queda de participação da moeda japonesa na dívida externa total denominada em dólares foi mais modesta do que em 1981, passando de 5,72% para 5,09%, devido a forte contratação de novos empréstimos em iene.

A participação do iene na dívida externa total denominada em dólares apresentou crescimento expressivo entre o fechamento de 1982 e o fechamento de 1987 (gráfico 4), devido tanto a forte depreciação cambial Iene japonês/Dólar apresenta no período - onde a moeda americana desvalorizou-se em quase 50% frente a moeda japonesa -, quanto ao crescimento da contratação de novos empréstimos em iene, em todos os anos, dos cinco analisados.

Figura 5 – Cotações: Iene Japonês / Dólar Americano



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis

Do quinquênio anteriormente citado, apenas 1984 apresentou apreciação no câmbio Iene japonês/Dólar, sendo os três últimos anos os mais significativos no que diz respeito às variações cambiais e ao crescimento da participação da moeda japonesa na dívida externa total denominada em dólares. Quanto ao incremento nominal à dívida em iene, calculada em dólares, essa foi da ordem de US\$ 8.584,90 milhões durante os cinco anos, sendo os três últimos responsáveis por 83% desse crescimento, dada a influência do câmbio Iene japonês/Dólar, que apresentou expressivas quedas, de 18,22% em 1985, 20,09% em 1986 e 20,86% em 1987.

Seguindo o comportamento apresentado nos anos imediatamente anteriores, a taxa de câmbio Iene japonês/Dólar depreciou-se também em 1988. Porém com uma queda menos expressiva, de 3,61%. Nesse ano, houve considerável volume de pagamentos da dívida em iene, sendo que a participação da moeda japonesa na dívida externa total declinou apenas 0,44 pontos percentuais, passando de 11,31% para 10,87%, em decorrência, tanto da pressão exercida pelo câmbio sobre a dívida em iene, quanto do fato de a dívida externa total também declinar 4,61% no mesmo ano.

Em 1989, a participação do iene no passivo externo brasileiro apresentou queda mais expressiva do que a apurada no ano anterior, -1,46 ponto percentual, mesmo com a redução de 3,19% apresentada na dívida externa total. Nesse exercício, viu-se uma forte apreciação do

câmbio iene japonês/Dólar, da ordem de 16,24%, contribuindo em mais de 80% para a redução de US\$ 1.805,10 milhões na dívida em iene, denominada em dólares.

Após a forte valorização presenciada em 1989, a taxa de câmbio Iene japonês/Dólar voltou a depreciar-se em 1990, dando início a um ciclo de cinco anos de baixa. Nesse primeiro ano do referido ciclo, a variação cambial foi negativa em 6,82%. Porém, o montante da dívida em iene, calculado em dólares, não sofreu variação significativa, dado os pagamentos da dívida em moeda japonesa que foram efetuados, gerando um acréscimo de apenas 0,29 ponto percentual a participação do iene na dívida externa total, que apresentou redução de 2,76% no período.

De 1991 a 1997, a participação do iene na dívida externa total apresentou queda em todos os anos, tanto em períodos de baixa, quanto de alta da taxa de câmbio Iene japonês/Dólar. Durante o período de depreciação da referida taxa de câmbio – até 1994 –, somente em 1992 houve incorporação de novas dívidas em iene, que somadas a pressão exercida pelo câmbio, elevaram o montante da dívida calculada em dólares da moeda japonesa em US\$ 754,80 milhões naquele ano, sendo que sua participação no passivo externo brasileiro sofreu redução devido ao crescimento de 19,18% no saldo da dívida externa total. Nos demais anos da fase de queda da taxa de câmbio Iene japonês/Dólar, existentes no quadriênio 91/94, os pagamentos de dívida em iene foram suficientemente expressivos para reduzir os saldos da dívida em moeda japonesa, mesmo com o câmbio exercendo pressão em sentido contrário.

De 1995 a 1997, a taxa de câmbio Iene japonês/Dólar voltou a apresentar variação positiva, somando uma valorização próxima a 30% no trimestre, principalmente por conta das oscilações de 11,91% e 13,82% apresentadas em 1996 e 1997, respectivamente. Durante esses três anos de valorização cambial, a queda que seria esperada na dívida em iene foi ofuscada pela contratação de novos empréstimos, que resultaram em aumentos de US\$ 242,00 milhões no montante da dívida em moeda japonesa em 1995, e US\$ 651,00 milhões em 1997, além de uma queda insignificante - em face da variação cambial vista naquele ano - de US\$ 10 milhões em 1996. Quanto à participação da dívida em iene no período, essa só apresentou redução em relação à dívida externa total, devido ao forte crescimento do passivo externo brasileiro durante esses mesmos anos.

Passado três anos de valorização, a taxa de câmbio Iene japonês/Dólar voltou a depreciar-se fortemente em 1998 e 1999, com queda de 9,76% para o primeiro ano do biênio,

e 12,38% para o segundo. Apesar de o câmbio oscilar na mesma direção, esse dois exercícios apresentaram comportamentos opostos em relação à variação no montante da dívida em iene, assim como em relação à participação relativa da moeda japonesa na dívida externa total, calculada em dólares. Enquanto em 1998 houve expressiva contratação de novos compromissos externos em iene, mantendo seu peso relativo na dívida externa total, em um ano de grande crescimento do passivo externo brasileiro. Em 1999, expressivos foram os pagamentos da dívida externa em moeda japonesa, fazendo seu montante declinar em US\$ 298,29 milhões, e reduzindo sua participação na dívida externa total, de 4,99% em 1998, para 4,88% em 1999.

No biênio 2000/2001, a taxa de câmbio Iene japonês/Dólar voltou a apresentar expressiva valorização, com oscilações positivas de 9,39% e 13,71%, respectivamente. A despeito do reflexo da taxa de câmbio sobre a dívida calculada em dólares, a participação do iene na dívida externa total passou de 4,88% em 1999, para 5,97% em 2000, e posteriormente para 7,89 em 2001, devido a grande incorporação de novas obrigações externas a dívida em moeda japonesa nos dois anos, sobretudo em um período em que a dívida externa total apresentava redução em seu saldo.

Após os elevados incrementos de US\$ 2.171,00 milhões e US\$ 2.338,47 milhões acrescidos à dívida externa em iene em 2000 e 2001, a dívida externa em moeda japonesa apresentou redução em seu montante em todos os anos seguintes, de nosso período analisado.

De 2002 a 2004, enquanto a taxa de câmbio Iene japonês/Dólar voltava a apresentar desvalorização, os pagamentos efetuados na dívida em iene garantiam a queda de participação da moeda japonesa na dívida externa total denominada em dólares, apesar da oscilação no câmbio apontar para outra direção. Nesse período, a queda acumulada na dívida externa em iene foi da ordem de US\$ 3.164,91 milhões, enquanto o câmbio depreciou-se em 18,64%.

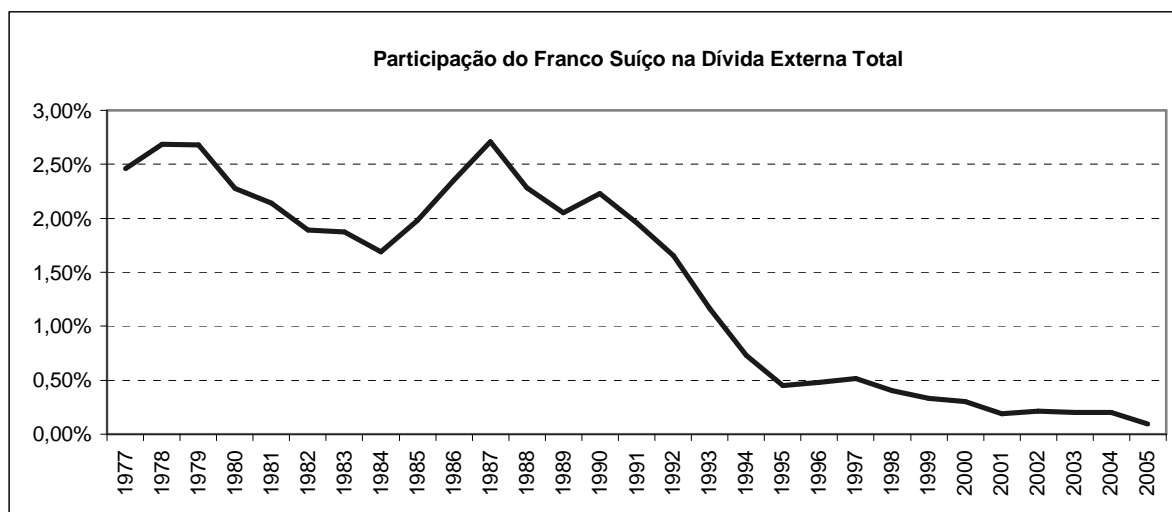
Em 2005, a taxa de câmbio Iene japonês/Dólar voltou a apresentar expressiva valorização, de 14,11%, respondendo quase integralmente pela queda de US\$ 1.556,50 milhões na dívida em iene, denominada em dólares. Apesar da queda de 12,93% no montante da dívida em moeda japonesa, a participação do iene na dívida externa total sofreu aumento de 0,32 ponto percentual em 2005, devido a também acentuada queda no total do passivo externo brasileiro.

Através do exposto, se considerarmos apenas a variação cambial da moeda japonesa em relação ao dólar, sobre o montante da dívida externa em iene a cada ano, podemos afirmar que a opção por financiar-se em moeda japonesa foi uma alternativa bastante onerosa aos cofres do país, se comparado a contratação de dívida em dólar americano, haja vista que o acréscimo a dívida externa, resultante das variações cambiais para todo o período, ficou próximo dos US\$ 7 bilhões.

5.3 FRANCO SUÍÇO

A moeda suíça apresentou sua maior participação no total da dívida externa brasileira em 1987, com 2,71%, em um ano de expressiva queda na taxa de câmbio Franco suíço/Dólar. Para todo o período compreendido entre 1977 e 2005, que será estudado a seguir, a participação média do Franco suíço na dívida externa total denominada em dólares foi de 1,39%.

Figura 6 – Participação do Franco Suíço na Dívida Externa Total Expressa em Dólares

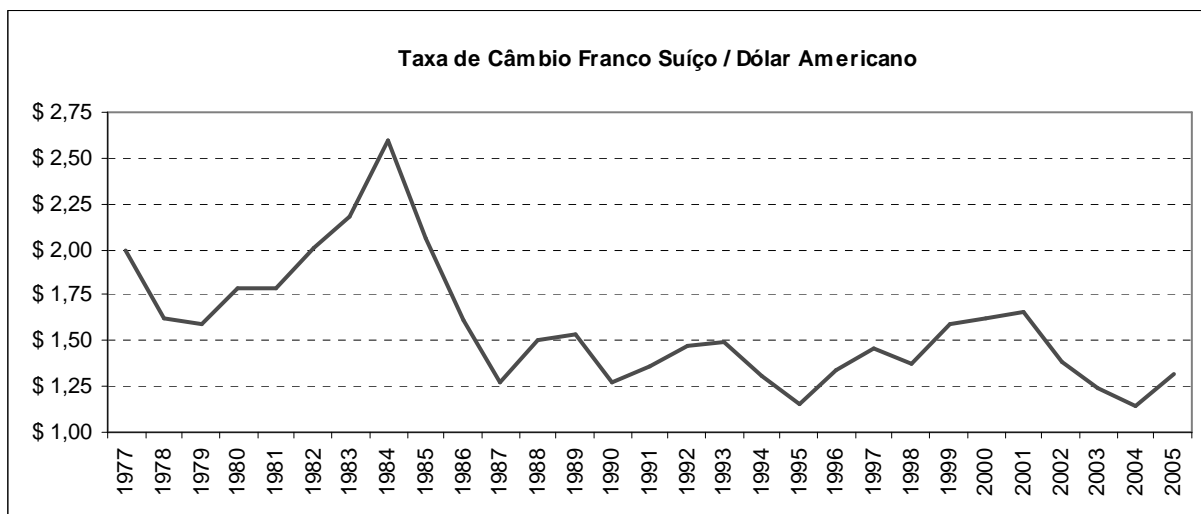


Fonte: Banco Central do Brasil

Após apresentar uma pequena elevação, de 2,46% em 1977, para 2,69% no ano seguinte, dada à depreciação de 18,72% no câmbio Franco suíço/Dólar em 1978, mais a

contratação de novos empréstimos em moeda suíça no mesmo ano, a participação do franco suíço na dívida externa total calculada em dólares experimentou um ciclo de queda de 1979 a 1984 (figura 6). Durante esse período, somente o primeiro ano apresentou desvalorização na taxa de câmbio Franco suíço/Dólar, porém sem grande influência sobre o saldo da dívida em franco suíço, que apesar da incorporação de novas obrigações externas nessa moeda, manteve-se praticamente inalterado seu peso relativo na dívida externa total, dada o crescimento do saldo do passivo externo brasileiro nesse mesmo referido ano. Quanto aos demais anos de queda na participação do franco suíço em relação à dívida externa total, esses foram marcados por valorização cambial, mas com redução no montante da dívida em franco suíço somente em 1980, quando a dívida em moeda suíça, calculado em dólares, apresentou queda de US\$ 110,50 milhões. Nos anos de queda de participação do franco suíço em relação à dívida externa total, que se seguiram após 1980, o montante da dívida em moeda suíça apresentou elevação, a despeito da influência do câmbio no período, devido à absorção de novos compromissos externos em franco suíço. Vale destacar, que o peso da moeda suíça no total da dívida externa calculada em dólares só caiu, porque o saldo de todo o passivo externo brasileiro também apresentou expressivo aumento durante esses mesmos anos.

Figura 7 – Cotações: Franco Suíço / Dólar Americano



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis

Depois de acumular uma valorização de 63% de 1980 a 1984, a taxa de câmbio Franco suíço/Dólar apresentou depreciações superiores a 20% nos anos de 1985, 1986 e 1987,

pressionando a dívida em franco suíço e elevando sua participação relativa na dívida externa total calculada em dólares, de 1,69% em 1984, para 2,71% em 1987 (figura 6), sendo que foram efetuados pagamentos de dívida em moeda suíça no período.

Em 1988 e 1989, a taxa de câmbio Franco suíço/Dólar voltou a valorizar-se, apresentando oscilações positivas de 18,13% e 2,60%, respectivamente. Os reflexos da variação cambial sobre a dívida em franco suíço, calculado em dólares, somado a continuidade dos pagamentos da dívida externa em moeda suíça, vistos a partir de 1985, levaram a reduções de US\$ 574,80 milhões em 1988, e US\$ 301,20 milhões em 1989, na dívida em franco suíço, denominada em dólares, sendo que a participação da dívida em moeda suíça na dívida externa total apresentou reduções modestas, de apenas 0,43 ponto percentual em 1988 e 0,23 ponto percentual em 1989, dado o fato de o saldo total do passivo externo também ter apresentado redução nesses mesmos anos.

Devido à continuidade da efetuação de pagamentos da dívida externa em franco suíço, o montante da dívida denominada em dólares dessa moeda apresentou incremento de apenas US\$ 114,50 milhões em 1990, ano em que a taxa de câmbio Franco suíço/Dólar apresentou desvalorização de 17,13%. Nesse exercício, o peso do franco suíço no total do passivo externo brasileiro passou para 2,23%, com aumento de 0,18 ponto percentual, devido também a queda apresentada na dívida externa total.

Após a significativa queda apresentada em 1990, a taxa de câmbio Franco suíço/Dólar voltou a valorizar-se no triênio 91/93, contribuindo para a queda de participação da dívida em moeda suíça no passivo externo brasileiro denominado em dólares. Apesar de o câmbio ter seguido na mesma direção, assim como a queda de participação relativa da dívida em franco suíço, a variação no saldo da dívida em moeda suíça, calculado em dólares, não foi negativa em todos os três exercícios. Enquanto em 1991 e 1993, houve pagamentos de dívida em franco suíço, colaborando para a queda do montante devido. Em 1992, a incorporação de novos passivos a dívida em moeda suíça vez seu montante fechar o ano perto da estabilidade, com aumento de 0,81%, sendo a queda de participação do franco suíço no passivo externo brasileiro justificado pelo aumento registrado na dívida externa total naquele ano.

Nos anos de 1994 e 1995, foram efetuados expressivos pagamentos da dívida externa em franco suíço, observados pelas quedas no montante devido de US\$ 455 milhões no primeiro exercício, e US\$ 295 milhões no segundo, levando a queda de participação da moeda

suíça na dívida externa total de 1,16% para 0,73%, e posteriormente para 0,45%, enquanto a taxa de câmbio Franco suíço/Dólar apresentava significativas quedas de 11,96% e 11,91%.

Depois de três anos consecutivos de pagamentos efetuados, em 1996 e 1997 voltou a prevalecer à absorção de novas dívidas em franco suíço, elevando seu montante, assim como sua participação no total da dívida externa brasileira, a despeito da valorização 26,60% apresentada pela taxa de câmbio Franco suíço/Dólar no biênio.

A partir de 1998, até 2005, a dívida em franco suíço foi perdendo participação na dívida externa total denominada em dólares, passando de 0,52% no final de 1997, para 0,09% no fechamento de 2005. Durante esses oito anos, foram feitos pagamentos da dívida em moeda suíça em todos os exercícios, sendo que em dois deles, 1998 e 2002, houve acréscimo à dívida em franco suíço, calculada em dólares, de US\$ 30,70 milhões e US\$ 50,96 milhões, respectivamente, devido a maior representatividade do incremento correspondente a queda na taxa de câmbio Franco suíço/Dólar – de -5,99% em 1998 e -16,66% em 2002 -, quando comparado aos montantes de pagamentos efetuados. Vale destacar que, nos outros dois anos de depreciação no câmbio Franco suíço/Dólar, existentes de 1998 a 2005, os pagamentos foram mais expressivos, e suficientes para reduzir o saldo denominado em dólares da dívida em franco suíço, mesmo com as quedas de 10,50% e 7,82%, apresentadas na taxa de câmbio Franco suíço/Dólar em 2003 e 2004.

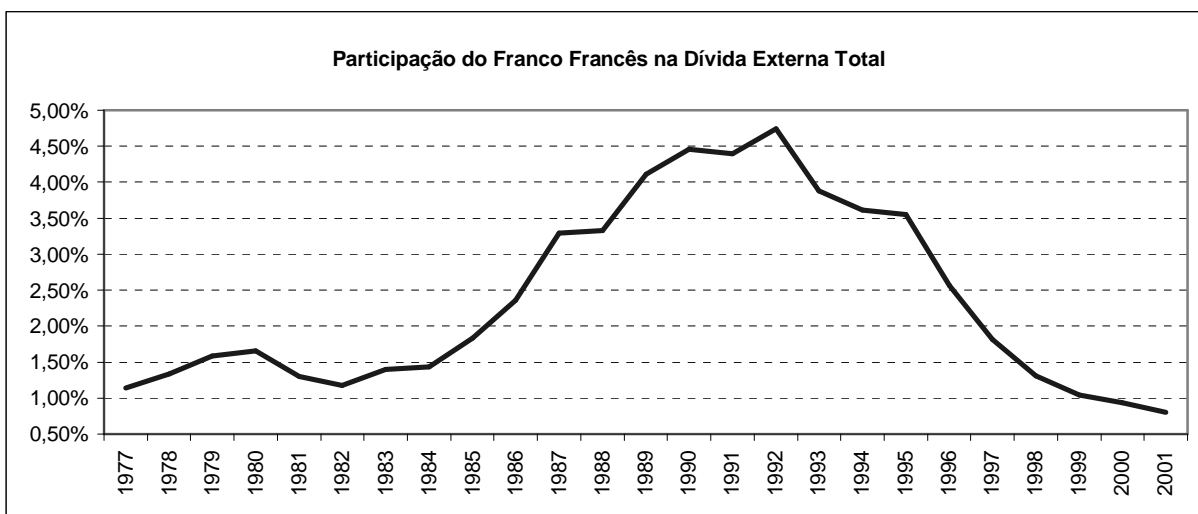
Considerando-se somente os efeitos do câmbio, a contratação de dívida em dólar americano mostrou-se uma opção mais atraente do que a absorção de obrigações externas em franco suíço. Se calcularmos para cada ano os efeitos das variações cambiais sobre o saldo da dívida em moeda suíça, veremos que o acréscimo às obrigações externas foi da ordem de US\$ 930,26 milhões para todo o período analisado.

5.4 FRANCO FRANCÊS

O Franco francês foi outra moeda com participação significativa no passivo externo do Brasil. O crescimento de seu peso na dívida externa total pôde ser visto já nos primeiros três

anos do período que iremos analisar, porém sua escalada mais expressiva se deu nos oito anos compreendidos de 1983 até 1990.

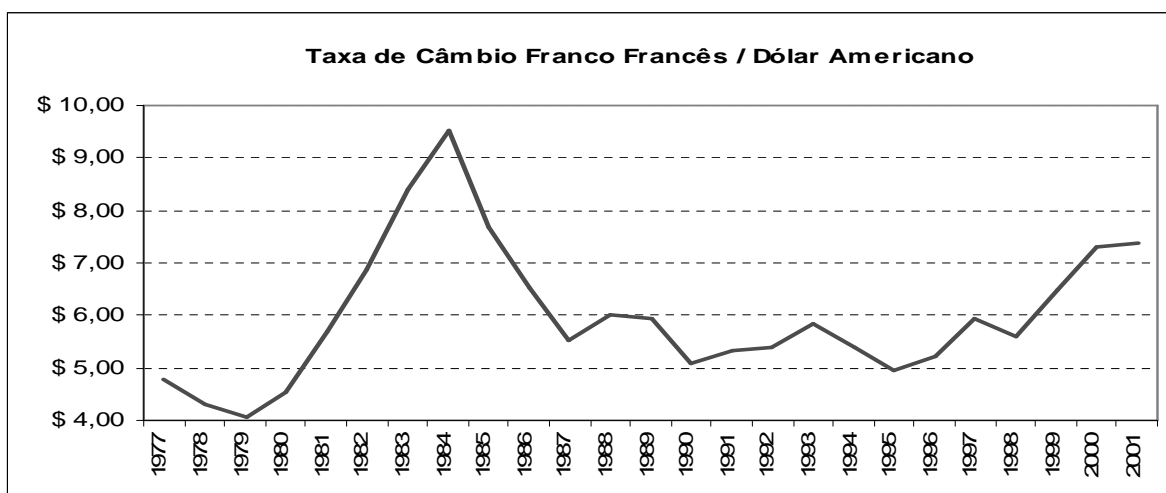
Figura 8 – Participação do Franco Francês na Dívida Externa Total Expressa em Dólares



Fonte: Banco Central do Brasil

Se observarmos as variações no saldo, calculado em dólar, da dívida externa em franco francês, contra as variações cambiais na taxa de câmbio Franco francês/Dólar, veremos que de todo o período em que houve aumento da participação do franco francês na dívida externa total, somente em 1990 não houve contratação de novas dívidas em moeda francesa.

Figura 9 – Cotações: Franco Francês / Dólar Americano



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis

A incorporação de novos empréstimos contribuiu de forma mais decisiva do que o câmbio para o aumento do peso da dívida em franco francês na dívida externa total, na maioria dos anos em que esse crescimento ocorreu. Em 1978 e 1979, com depreciações de 10,05% e 5,87%, respectivamente, a taxa de câmbio Franco francês/Dólar foi responsável por menos de 20% do valor de US\$ 426,60 milhões acrescidos à dívida em moeda francesa no biênio. Já no ano seguinte, em 1980, enquanto a valorização cambial de 12,28% apontava para uma queda no montante, calculado em dólares, da dívida em franco francês, viu-se nesse exercício foi um acréscimo de US\$ 97,40 milhões no saldo em dólares da dívida em moeda francesa.

Após 1980, os quatro anos seguintes foram de valorização na taxa de câmbio Franco francês/Dólar, porém, apesar da influência do câmbio, somente em 1981 houve queda no saldo, calculado em dólares, da dívida em franco suíço. Nesse ano, a participação da moeda francesa na dívida externa total caiu de 1,65% para 1,30%, dado a redução de 10,33% em seu montante, calculado em dólares, enquanto o saldo do passivo externo brasileiro apresentou elevação. Em 1982, o franco francês também perdeu participação em relação ao total da dívida externa calculada em dólares, porém seu saldo passou de US\$ 797,80 milhões para US\$ 825,70 milhões, mesmo com a valorização de quase 20% na taxa de câmbio Franco francês/Dólar americano.

No triênio 85/87, a taxa de câmbio Franco francês/Dólar, com depreciação de 41,76%, teve participação bem mais relevante sobre o saldo de US\$ 2.238,20 milhões acrescido à dívida externa em moeda francesa no período, contribuindo em média com quase 50% do aumento sobre a dívida denominada em dólares.

Em 1988, a taxa de câmbio Franco francês/Dólar voltou a valorizar-se, apresentando uma variação positiva de 8,34%, contribuído para a queda de US\$ 126,00 milhões no montante, calculado em dólares, da dívida em moeda francesa. Apesar da contribuição do câmbio, o peso da dívida em franco francês na dívida externa total não se reduziu, dado que nesse ano, além da queda presenciada no saldo do passivo externo brasileiro, houve contratação de novas obrigações externas em moeda francesa.

Após a queda apresentada em 1988, a dívida externa em franco francês apresentou forte incremento em 1989, tendo seu montante em dólares subido 19,46%. Nesse ano, a

variação no câmbio Franco francês/Dólar foi pouco expressiva, queda de 1,01%, contribuindo com apenas 5% para o acréscimo de US\$ 664,40 milhões a dívida em franco francês, denominada em dólares.

Ao contrário do que ocorreu em 1989, onde houve forte incorporação de novas obrigações externas em franco francês, em 1990 os pagamentos de dívida em moeda francesa amenizaram os efeitos da forte depreciação, de 14,31%, na taxa de câmbio Franco francês/Dólar, vista naquele exercício. Apesar dos pagamentos efetuados, o montante, calculado em dólares, da dívida em moeda francesa apresentou crescimento de US\$ 221,80 milhões, aumentando a participação do franco francês na dívida externa total, de 4,11% para 4,46%, sendo que também houve queda no total do passivo externo brasileiro nesse exercício.

Em 1991, a valorização de 4,93% na taxa de câmbio Franco francês/Dólar respondeu quase integralmente – em mais de 90% - pela queda de US\$ 214,30 milhões na dívida em franco francês, calculada em dólares. Nesse ano, devido à queda apresentada no saldo total do passivo externo, a participação do franco francês na dívida externa, calculada em dólares, ficou praticamente estável, reduzindo-se em apenas 0,06 ponto percentual.

A incorporação de novos empréstimos a dívida externa em moeda francesa deu-se de forma contundente em 1992. Nesse ano de inexpressiva variação na taxa de câmbio Franco francês/Dólar, alta de 1,06%, o aumento no montante, calculado em dólares, da dívida em moeda francesa foi da ordem de 28,51%, passando de US\$ 4.086,90 para US\$ 5.252,00 milhões. Apesar do elevado aumento do passivo em franco francês observado nesse exercício, a participação relativa da dívida em moeda francesa na dívida externa total aumentou apenas 0,34 ponto percentual, passando de 4,39% para 4,74%, dado o elevado crescimento também observado no total do passivo externo brasileiro.

De 1993 a 2001, o peso da dívida em franco francês, em relação à dívida externa total denominada em dólares, caiu em todos os exercícios. Durante todo esse período, exceto em 2000, a queda de participação relativa da dívida em moeda francesa foi acompanhada por um bom volume de pagamentos efetuados, tendo as variações cambiais contribuindo para essa redução em alguns anos.

Desses nove exercícios em que houve queda no peso relativo do franco francês na totalidade do passivo externo brasileiro, em seis deles houve valorização na taxa de câmbio Franco francês/Dólar, contribuindo de forma significativa para a redução da dívida em moeda

francesa, quando calculada em dólares. As contribuições mais significativas da valorização cambial para a queda nos saldos em dólar da dívida em franco francês, foram as observadas em; 1993, com participação de 49%, 1997, com 68%, 1999, com 65%, e em 2000, onde o câmbio respondeu quase integralmente pela queda na dívida, com 93% de participação.

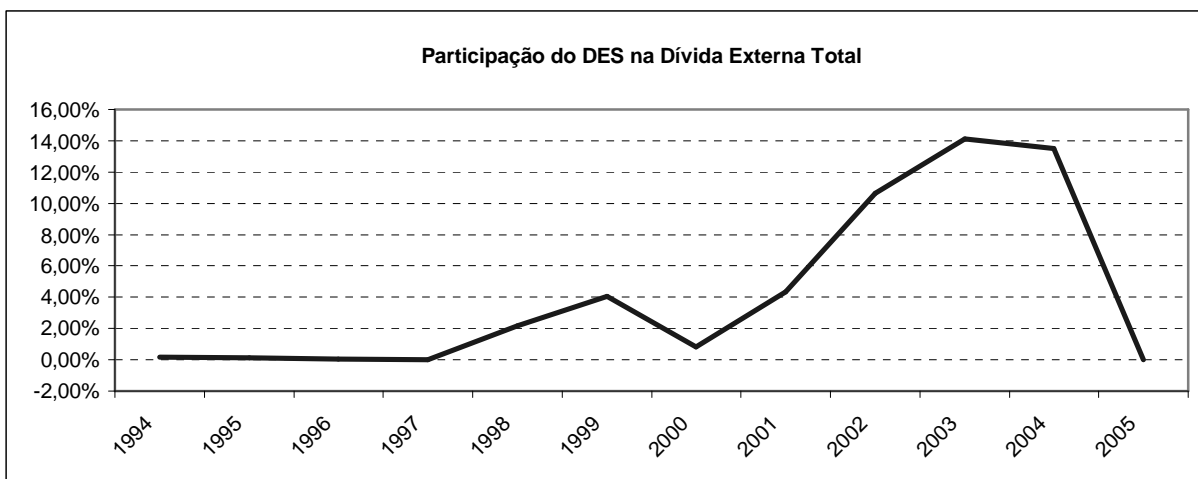
Em termos nominais, a queda no montante, calculado em dólares, da dívida em franco suíço, para todo o período de 1993 a 2001, foi da ordem de US\$ 3.705,90 milhões. No decorrer de todos esses anos, somente no exercício de 1995 houve aumento do saldo da dívida em franco suíço, pois nesse ano os pagamentos efetuados não foram suficientes para inverter a influência, sobre o saldo em dólares, da queda de 8,44% na taxa de câmbio Franco francês/Dólar, levando a um aumento de 6,23% no montante devido.

Ao contrario do que foi observado em relação às outras moedas até aqui apresentadas, a contratação de dívida em franco francês, comparada ao dólar, foi uma opção vantajosa para o nosso país, se analisar-mos sobre a ótica da variação cambial. Para o período de 1977 a 2001, a economia ocasionada pelo câmbio Franco francês/Dólar seria da ordem de US\$ 172,26 milhões, quando calculada a variação cambial de cada exercício sobre o saldo do ano anterior.

5.5 DIREITO ESPECIAL DE SAQUE - DES

De 1994 a 2005, o direito especial de saque, expresso em dólares, alternou períodos de inexpressiva participação na dívida externa total, com períodos de grande participação no total do passivo externo brasileiro.

Figura 10 – Participação do DES na Dívida Externa Total Expressa em Dólares

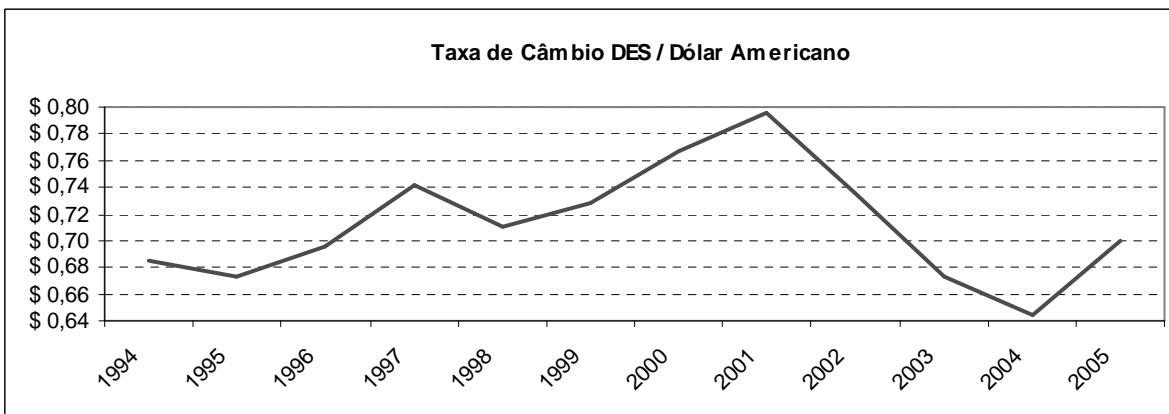


Fonte: Banco Central do Brasil

Durante o quadriênio 94/97, a participação do direito especial de saque na dívida externa total expressa em dólares esteve muito próxima à zero. Um peso mais significativo do DES no total da dívida externa pôde ser visto no biênio 98/99, com participação de 2,18% no primeiro ano e 4,04% no segundo, recuando para 0,83% já em 2000.

De 2001 até 2004, há um expressivo aumento na participação do DES na dívida externa total expressa em dólares, subindo de 0,83% em 2000 para 4,34% em 2001, sendo seu crescimento mais espetacular visto no triênio 2002/2004, com participações anuais que superaram os 10%. Em 2005, o peso do direito especial de saque no total do passivo externo brasileiro voltou a declinar, ficando novamente próximo de zero.

Figura 11 – Cotações: Direito Especial de Saque / Dólar Americano



Fonte: Banco Central do Brasil

Através das cotações DES/Dólar disponibilizadas pelo Banco Central do Brasil a partir de 1994, quando confrontadas com os saldos da dívida externa em DES, expressa em dólares, podemos observar que a taxa de câmbio DES/Dólar teve pouca participação nas variações observadas no montante da dívida externa em direito especial de saque.

No quadriênio 94/97, a dívida externa em DES, expressa em dólares, caiu 82,80%, passando de US\$ 186 milhões no final de 1994, para US\$ 32 milhões em 1997. Esse resultado foi decorrente, em grande maioria, dos pagamentos efetuados, haja vista que, para o período de 1995 a 1997, a contribuição do câmbio para a redução da dívida expressa em dólar não chegou a 5%.

Em 1998, houve um gigantesco crescimento da dívida externa em direito especial de saque, que saltou de US\$ 32 milhões para US\$ 4.794,94 milhões, decorrente em quase 100% da contratação de novos empréstimos, dado que a queda de 4,17% na taxa de câmbio DES/Dólar, ocorrida nesse exercício, contribui com pouco mais que US\$ 1,3 milhão para o acréscimo a dívida em DES, expressa em dólar.

Assim como em 1998, o ano de 1999 foi marcado por elevado volume de novos empréstimos em direito especial de saque, contribuindo integralmente para os US\$ 4.057,32 milhões acrescidos a dívida em DES, expressa em dólares, nesse exercício, dado que a valorização de 2,59% da taxa de câmbio DES/Dólar apontava para uma redução de US\$ 120 milhões na dívida em DES.

Em 2000, ao contrario do que ocorreu nos dois anos imediatamente anteriores, houve um grande volume de pagamento da dívida em DES, que apresentou redução de US\$ 7.065,13 milhões, sendo apenas 6% desse valor resultante da valorização de 5,34% na taxa de câmbio DES/Dólar.

No triênio 2001/2003, voltou a haver uma forte expansão da dívida em direito especial de saque, que passou de US\$ 1.787,13 milhões no final de 2000, para US\$ 28.269,33 milhões em fins de 2003. Desses três anos, apenas no último, a taxa de câmbio DES/Dólar - com queda de 8,51% no exercício - contribuiu de maneira significativa para o acréscimo a dívida em DES expressa em dólares, ao apresentar uma participação de 26% no saldo de US\$ 7.462,39 milhões, acrescido à dívida em direito especial de saque naquele ano.

Após a forte contratação de dívidas em DES de 2001 a 2003, em 2004 retomaram-se os pagamentos da dívida em direito especial de saque, fazendo seu montante apresentar redução de US\$ 3.260,33 milhões, mesmo com a pressão exercida pela queda de 4,31% na taxa de câmbio DES/Dólar, que apontava para um acréscimo de quase US\$ 1,3 milhão a dívida em DES, expressa em dólares.

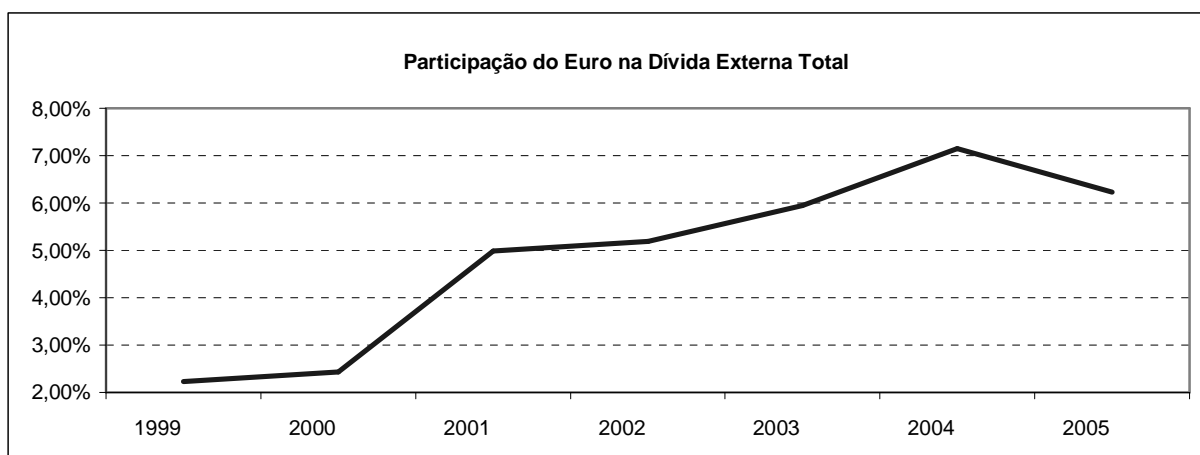
Em 2005, a dívida em DES, expressa em dólares, quase foi totalmente liquidada, reduzindo-se em 99,96%, ao apresentar um abatimento de US\$ 24.998,07 milhões, onde a valorização de 8,60% no câmbio DES/Dólar foi responsável por apenas 8% do resultado, o que demonstra um volume enorme de pagamentos efetuados.

Apesar da pequena participação em relação às variações observadas no montante da dívida externa em DES a cada ano, a variação cambial DES/Dólar contribuiu para um acréscimo a dívida externa, expresso em moeda americana, da ordem de US\$ 1.276,59 milhões para a totalidade do período aqui analisado, o que demonstra que a opção por contratar dívida em direito especial de saque foi uma alternativa onerosa ao país, comparada ao endividamento externo em moeda americana, quando analisado sob a ótica das variações cambiais DES/Dólar.

5.6 EURO

O peso da dívida em euro na dívida externa total, denominada em dólares, apresentou uma trajetória ascendente de 1999 a 2004.

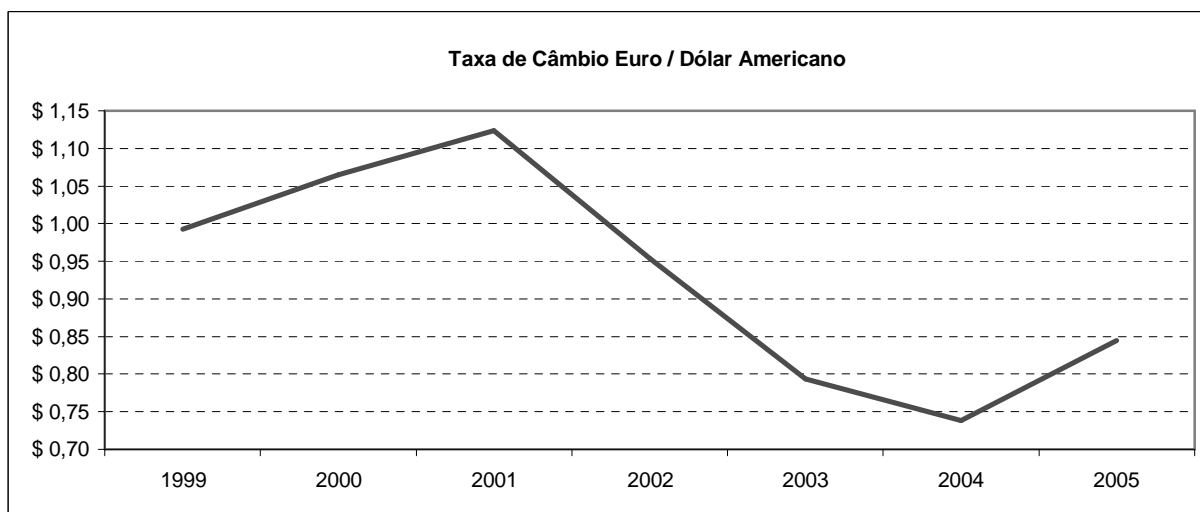
Figura 12 – Participação do Euro na Dívida Externa Total Expressa em Dólares



Fonte: Banco Central do Brasil

Durante o período de crescimento da participação do euro no total do passivo externo brasileiro, a taxa de câmbio Euro/Dólar exerceu forte pressão sobre o saldo da dívida em moeda européia.

Figura 13 – Cotações: Euro / Dólar Americano



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis

Enquanto em 2000 e 2001, as valorizações na taxa de câmbio Euro/Dólar, de 7,26% e 5,47%, respectivamente, não foram suficientes para evitar os acréscimos de US\$ 346,00 milhões e US\$ 4.384,21 milhões a dívida em euro. No triênio 2002/2004, as expressivas

quedas na taxa de cambio Euro/Dólar, sobretudo nos dois primeiros anos, exerceram forte pressão sobre os níveis de endividamento externo em euro.

Em 2002 e 2003, as quedas na taxa de câmbio Euro/Dólar, de 15,11% e 16,77%, teriam elevado o saldo em dólares, da dívida em euro, em mais de US\$ 3.700,00 milhões, não fosse os elevados pagamentos efetuados da dívida em moeda européia, principalmente no primeiro ano. Apesar do pagamento superior a US\$ 1.400,00 milhões, o montante da dívida em euro ainda experimentou a expressiva alta de US\$ 2.280,28 milhões no biênio.

Em 2004, a queda de 6,95% na taxa de câmbio Euro/Dólar respondeu por mais de 60% do incremento de US\$ 1.348,57 milhões observado na dívida em euro, que passou de US\$ 11.902,43 milhões no fechamento de 2003, para US\$ 13.251,00 milhões em 2004, apresentando um aumento de 11,33%.

De nosso período observado, somente em 2005 o euro apresentou queda de participação no total, calculado em dólares, da dívida externa brasileira, passando de 7,15% para 6,24%, mesmo com a queda apresentada no saldo total do passivo externo. Nesse ano, a valorização de 14,32% na taxa de câmbio Euro/Dólar, conjugada ao significativo pagamento efetuado na dívida em moeda européia, de aproximadamente US\$ 2 bilhões, resultou em uma queda de US\$ 3.663,81 milhões no montante, calculado em dólares, da dívida em euro.

Dada à valorização da moeda européia, a opção por financiar-se em euro, em relação à contratação de dívidas em dólar, mostrou-se uma péssima opção para o período analisado, haja vista que se considerarmos apenas as variações cambiais de cada ano, sobre o saldo da dívida em euro do exercício anterior, o acréscimo ao passivo externo do país, resultante das variações cambiais, seria da ordem de US\$ 2.384,75 milhões.

O acréscimo à dívida externa total denominada em dólares, decorrente das variações cambiais contra o dólar americano, das seis moedas analisadas, apresentou a cifra de US\$ 11.799 milhões para o total do período observado, sendo que apenas a opção por franco francês mostrou-se vantajosa quando observada sob o ponto de vista da variação cambial em relação à moeda americana.

Quanto à gestão da dívida por parte do governo, não há indícios de que ela tenha sido ativa em relação às oportunidades de captação ou pagamentos geradas pelo câmbio, pois não pôde ser observada uma ligação direta entre as variações cambiais e a contratação de novos

empréstimos ou pagamentos efetuados. Tendo o governo, em muitos momentos, contratado ou pago dívidas, independe dos rumos apresentados pelo câmbio.

CAPÍTULO VI

6 CONCLUSÃO

A enorme liquidez internacional que vigorou na década de 70 proporcionou profundas transformações à economia brasileira. Durante alguns daqueles anos o Brasil experimentou as maiores taxas de crescimento de sua história, com considerável salto quantitativo e qualitativo em seu parque fabril, assim como em sua infra-estrutura, dado também, a forte presença do Estado na economia, seja incentivando a iniciativa privada ou agindo de forma direta através de investimentos estatais.

A despeito dos benefícios alcançados, o verdadeiro boom vivido pela economia brasileira nos anos 70 se deu à custa de elevado volume de endividamento externo, haja vista nossa histórica carência de poupança interna. Além disso, as boas condições, tanto de prazos quanto de spreads, observadas de início, faziam da contratação de empréstimos externos uma tendência a ser seguida por diversos países subdesenvolvidos no período.

Após as crises do petróleo, sobretudo o segundo choque, e a escalada dos juros internacionais, encabeçada pelos Estados Unidos, a dívida externa, que já exibia cifras gigantescas, passou a apresentar uma face muito mais cruel, com incrementos de caráter meramente financeiro, resultante dos elevados custos de sua manutenção. Enquanto em 1977, os acréscimos de caráter financeiro a dívida externa já superavam os financiamentos produtivos, em 1981 houve momentos em que o ingresso de novos recursos nem sequer cobriam os juros vincendos no período.

Dado a dimensão do problema que a dívida externa passava a representar, os esforços do governo, que na década anterior estavam voltados a industrialização, passaram a concentrar-se no equilíbrio externo já em 1981. Na década de 80, a questão da vulnerabilidade externa passa a ter um peso bastante grande, dado o tamanho da dívida e seus elevados custos, com grande pressão sobre o balanço de pagamentos. Durante esse período, intensificaram-se as relações com o FMI e com sistema financeiro internacional, cuja liberação de empréstimos era condicionada a políticas de caráter recessivo, o que contribuiu para fazer da década de 80 a

“década perdida”, devido às baixas taxas de crescimento da economia, com elevadas transferências líquidas ao exterior.

No início dos anos 90, e principalmente após o Plano Real, o país passou por mudanças estruturais profundas, com grande abertura comercial e financeira. Dada as menores restrições ao fluxo de capitais estrangeiros, e o sucesso no combate a inflação, houve uma melhora de otimismo em relação à economia brasileira, que foi acompanhado pelo crescimento das emissões externa por vários anos.

Após o acréscimo de 17,8% na dívida externa em 1998, decorrente em grande medida de um programa de auxílio internacional recebido após a crise da Rússia, a dívida externa brasileira passou a apresentar trajetória declinante a partir de 1999, com quedas bem expressivas em 2001, 2004 e 2005, resultantes, em grande medida, de amortizações efetuadas.

Para o período analisado, além da incorporação de novas dívidas, e dos juros acrescidos ao montante do passivo devido, as variações cambiais contra o dólar americano também contribuíram para elevar o saldo da dívida externa total em aproximadamente US\$ 11.800 milhões, sendo que não houve evidências de que o governo tenha feito uma gestão ativa da dívida por moeda. Dos saldos resultantes da variação cambial contra o dólar, de seis das principais moedas que compõem o passivo externo brasileiro, em apenas um caso, a do franco francês, houve redução na dívida externa expressa em dólares no período, com queda de US\$ 172,26 milhões. As demais moedas apresentaram os seguintes incrementos à dívida calculada em moeda norte-americana: marco alemão, US\$ 402,45 milhões; iene japonês, US\$ 6.978,16 milhões; franco suíço, US\$ 930,26 milhões; direito especial de saque, US\$ 1.276,59 milhões; euro, US\$ 2.384,35 milhões.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

BAER, Mônica. **A internacionalização financeira no Brasil**. Petrópolis: Vozes, 1986.

BAER, Werner. **A economia brasileira**. Tradução de Edite Sciulli. 2. ed. São Paulo: Nobel, 2002.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: novembro de 2006.

BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira. **Da crise econômica internacional à moratória brasileira**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1988.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello; BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira (Orgs.). **A luta pela sobrevivência da moeda nacional**: ensaios em homenagem a Dílson Funaro. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1992.

CAVES, Richard E; FRANKEL, Jeffrey A; JONES, Ronald W. **Economia internacional**: comércio e transações globais. Tradução: Cecília Camargo Bartalotti, Célio Knipel Moreira. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2001.

CERQUEIRA, Ceres Aires. **Dívida externa brasileira**: processo negocial 1983-1996. Brasília: Banco Central do Brasil, 1996.

CRUZ, Paulo Davidoff. **Dívida externa e política econômica**: a experiência brasileira nos anos 70. São Paulo: Brasiliense, 1984.

FEDERAL RESERVE BANK OF SAINT LOUIS. Disponível em: <<https://research.stlouisfed.org>>. Acesso em: junho de 2007.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997.

KRUGMAN, Paul R; OBSTFELD, Maurice. **Economia internacional**: teoria e política. Tradução: Eliezer Martins Diniz. 6. ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2005.

LANGONI, Carlos Geraldo. **A crise do desenvolvimento**: uma estratégia para o futuro. 2. ed. Rio de Janeiro: José Olympio, 1985.

LEVER, Harold; HUHNE, Christopher. **A dívida perigosa**: a crise financeira mundial. Tradução: Adail U. Sobral. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1987.

LOPES, Alexsandro Broedel. **Finanças internacionais**. São Paulo: Atlas, 2003.

LOPES, João do Carmo; ROSSETTI, José Paschoal. **Economia monetária**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 1996.

NERY, Sebastião; FURTADO, Alencar. **Crime e castigo da dívida externa**. Brasília: Dom Quixote, 1986.

ROSS, Stephen A; WESTERFIELD, Randolph W; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira**. Tradução: Antonio Zorato Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1995.

SILVA, José Cláudio Ferreira da. **Modelos de análise macroeconômica**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.